

Kollateralschaden

Zurück nach Mesopotamien?

Die Gefahr einer Umschuldung rückt näher

David Rhodes und Daniel Stelter – The Boston Consulting Group
September 2011

Im August hatten wir in unserem Beitrag „Stop Kicking the Can Down the Road: The Price of Not Addressing the Root Causes of the Crisis“ (Beendet das Ablenkungsspiel: Der Preis für den Verzicht auf die Lösung der Grundursachen der Krise) wie folgt argumentiert: „Die Politiker versuchen derzeit, das Schuldenproblem durch ein Spiel auf Zeit zu lösen. Dies wird scheitern. Die Begrenzung der Zinslasten (financial repression) müsste mit großer Entschlossenheit erfolgen und erforderte enge politische Koordination. Das derzeitige Vorgehen verzichtet außerdem darauf, die drängenden Probleme der globalen Ungleichgewichte und die Anpassungen anzugehen, die in der Eurozone erforderlich sind. ... Wir glauben, dass ein Scheitern das Risiko einer ungehemmten Finanz- und Wirtschaftskrise beträchtlich erhöht. ... Unter den gegebenen Umständen leerer Staatskassen und des kürzlichen Einsatzes schwerer monetärer Geschütze bleibt nicht mehr viel übrig, die Wirtschaft anzukurbeln. Es wird sehr schwer werden, die Wirtschaft in den betroffenen Ländern zu stabilisieren und eine sanfte Landung zu organisieren....“

Wir zogen das Fazit: „Entweder sollten die Politiker für die westlichen Länder eine systematische Reduktion der Schulden organisieren und/oder eine rasche Inflation in Gang setzen, oder wir gehen das Risiko ein, dass uns die Situation außer Kontrolle gerät. In solch einem Fall wird es keinen Platz geben, der verschont bleibt.“

Wir glauben, dass einige Politiker und Zentralbanken – trotz gegensätzlicher Behauptungen – versucht haben, die Krise durch Entfachen einer größeren Inflation zu lösen, im Wesentlichen deshalb, weil die Alternativen entweder nicht attraktiv oder nicht durchführbar sind:

- Sparpolitik, Austeritätspolitik – im Wesentlichen Ausgabenkürzung und Rückzahlung der Schulden – wäre wahrscheinlich das Rezept für eine lang andauernde, tiefe Rezession und soziale Unruhen.
- Größeres Wachstum ist wegen ungünstigen demographischen Wandels und der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit in einigen Ländern nicht erreichbar.
- Schuldenreduktion ist außer Reichweite, weil der Bankensektor in diesen Ländern nicht stark genug ist, die Verluste zu absorbieren.
- Die Begrenzung der Zinslasten (financial repression: Halten der Zinssätze über viele Jahre unterhalb des nominellen BIP-Wachstums, u.a. durch Bankenregulierung, Kapitalkontrollen, Verpflichtung der Banken zu verstärktem Erwerb von Staatspapieren) wäre in einer Situation niedrigen Wachstums und geringer Inflation schwierig zu bewerkstelligen.

Die bevorzugte Option wird die Inflation sein – trotz ihres Potenzials zu sozialen Unruhen und schwerwiegender Konsequenzen für die Sparer aus der Mittelschicht. Allerdings konnte bisher eine Inflation wegen des Drucks zum Schuldenabbau und der geringen Nachfrage nach neuem Kredit nicht einsetzen. Außerdem wird die Inflations-„Lösung“ vielleicht wegen ihrer

ökonomischen und sozialen Folgen wenig attraktiv erscheinen. Was also können die Politiker und die Zentralbanken tun?

Seit der Veröffentlichung von *Stop Kicking the Can Down the Road* haben eine Reihe von Lesern uns gefragt, was geschehen würde, wenn die Regierungen darauf beharren, auf Zeit zu spielen. Zu welchen Maßnahmen könnten sie Zuflucht suchen? In diesem Papier beschreiben wir, was notwendigerweise passieren wird, wenn die Politiker sich noch sehr viel länger durchwursteln.

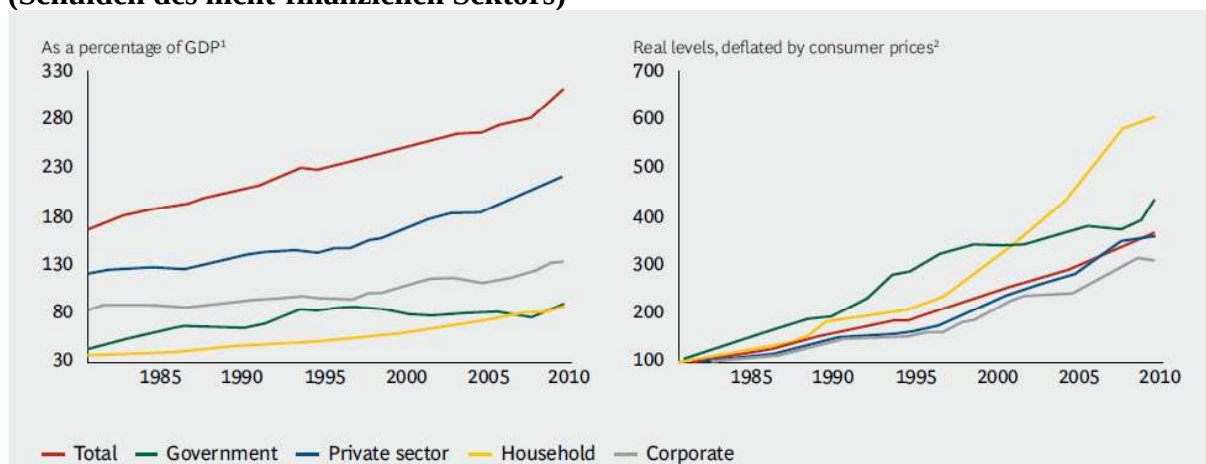
Wahrscheinlich wird der Kern jeder Lösung dann sein, den Schuldenüberhang zu streichen. Solch ein Vorgehen wäre nicht neu. Im alten Mesopotamien war das Schuldenmachen allgemein verbreitet; Schulden Privater wurden auf Tontafeln aufgezeichnet. Von Zeit zu Zeit wurden nach der Inthronisierung eines neuen Monarchen die Schulden erlassen: Die Tontafel wurde wieder eingewaschen. Das Problem, vor dem die heutigen Politiker stehen ist, wie rein die Tafel gewaschen werden soll. Bei Betrachtung einiger der möglichen Maßnahmen, die dann gefragt sind, mag der Leser beeindruckt sein von dem Ausmaß der Probleme, denen die Politiker gegenüberstehen: Es scheint nur schmerzhafteste Wege zu geben, die aus der Krise herausführen.

Die Realitäten anerkennen

Nehmen wir an, die Politiker und Zentralbanker erkennen die harten Fakten an. Anerkennung der Ausgangsposition wäre eine Vorbedingung dafür für die Wahl der richtigen Heilmittel. Die Verantwortlichen sollten anfangen zu erkennen, auf was viele Kommentatoren seit Langem aufmerksam gemacht haben:

- Westliche Ökonomien, namentlich die U.S.A. und Europa, haben das Problem der beträchtlichen Schuldenlast anzugehen, die sich im Laufe von 25 Jahren kreditfinanzierter ökonomischer Expansion angehäuft hat. (Siehe Schaubild 1) Und einige müssen gleichzeitig das Problem von Immobilienpreis-Blasen lösen.

Schaubild 1: Die realen Schuldenrelationen haben sich seit 1980 fast vervierfacht (Schulden des nicht-finanziellen Sektors)



Source:

Stephen Cecchetti, Madhusudan Mohanty, und Fabrizio Zampolli „The Real Effects of Debt”, BIS Working Paper Nr 352, September 2011.

1. Simple averages for 18 OECD countries and the U.S.

2. 1980=100; simple averages for 16 OECD countries.

- Der notwendige Schuldenabbau (deleveraging) würde zu einer Periode geringen Wachstums führen, die nach historischen Vorbildern zu urteilen, länger als 10 Jahre dauern würde, und die angesichts des Alterns der westlichen Gesellschaften eher noch länger andauern würde.
- Dies würde Auswirkungen auf die Entwicklungs- und Schwellenländer (emerging markets) mit ihrer exportorientierten Wachstumsstrategie haben. Jeder Wechsel zu mehr Konsum in diesen Ländern würde keinen spürbar stimulatorischen Effekt auf die westlichen Ökonomien haben.
- Bemühungen der Regierungen, ihre Schuldenprobleme zu lösen, würde zu sogar noch geringerem Wachstum führen und das Risiko sozialer Unruhen ansteigen lassen. Eine kürzlich veröffentlichte Studie zeigt, dass die Frequenz von Sozialprotesten signifikant ansteigt, sobald die Kürzung staatlicher Ausgaben über drei Prozent des BIP hinausgeht.¹ Die Demonstrationen, die in diesem September in einigen europäischen Ländern zu sehen waren, sollten deshalb keine Überraschung gewesen sein.
- Banken haben nicht genügend Eigenkapital, um weitere Abschreibungen zu überstehen – und den Staaten gehen die Mittel für eine Stabilisierung der Banken aus, sollte eine neue Krise einschlagen.
- Die Zentralbanken können als die letzten Institutionen angesehen werden, die in der Lage sind, die Finanzmärkte zu stabilisieren und Wirtschaftswachstum zu unterstützen. Aber ihre Mittel verlieren an Wirksamkeit. Trotz ihrer seit Ende 2007 um bis zu 200% angewachsenen Bilanzen waren die Zentralbanken nicht zu einer Initialzündung für ein tragfähiges Wachstum in der Lage.² Allerdings kann der entstandene Geldüberhang die Basis für eine künftige Inflation von beträchtlichem Ausmaß sein.
- Je länger die Regierungen die Lösung der grundlegenden Probleme der Krise hinausschieben, desto tiefer und länger wird diese Krise sein.

Aber auch wenn all diese Fakten generell anerkannt sind: Es gibt keine einheitliche Lösung für alle: Betrachten wir zuerst die Euro-Zone.

Ein Programm für die Euro-Zone

Über die genannten allgemeinen Fakten hinaus sollten die Politiker Folgendes bedenken:

- Die laufende Krise ist nicht allein eine Krise der Staatsschulden: Sie erstreckt sich in vielen Ländern auf den privaten Sektor, namentlich in Portugal, Spanien und Irland.
- Die Banken der Euro-Zone sind unterkapitalisiert und haben bedeutende Verluste in ihren Anleihe-Beständen und Staatspapieren zu gewärtigen. Die Regierungen können dazu gezwungen sein, als Anteilseigner in diese Banken einzutreten und sie zu rekapitalisieren.³

- Die Länder der Peripherie haben im Vergleich mit den Ländern Nordeuropas, allen voran Deutschland, an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Eine Vorbedingung dafür, ihre Schuldenlast zu vermindern, würde ihre Fähigkeit sein, einen Handelsüberschuss zu erzielen. Dies würde eine bedeutende (und schmerzhaft) Absenkung ihrer Arbeitskosten erfordern.
- Die einheitliche Währung vergrößert das Problem, indem es die Option der Abwertung ausschließt. Wenn man die Wettbewerbsfähigkeit dadurch wiedergewinnen will, dass man Gehälter herabsetzt und die Produktivität erhöht, so würde man diese Länder in eine ernsthafte Rezession stoßen. Dadurch würde man es unmöglich machen, die Schuldenlast zu vermindern und würde zugleich das Risiko sozialer Unruhen erhöhen.
- Gleichzeitige Reduzierung der Schuldenlast und Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit scheint ein Ding der Unmöglichkeit zu sein.

Vom Ablenkungsspiel zur Restrukturierung der Schulden der Euro-Zone (From Kicking the Can to Restructuring Euro Zone Debt)

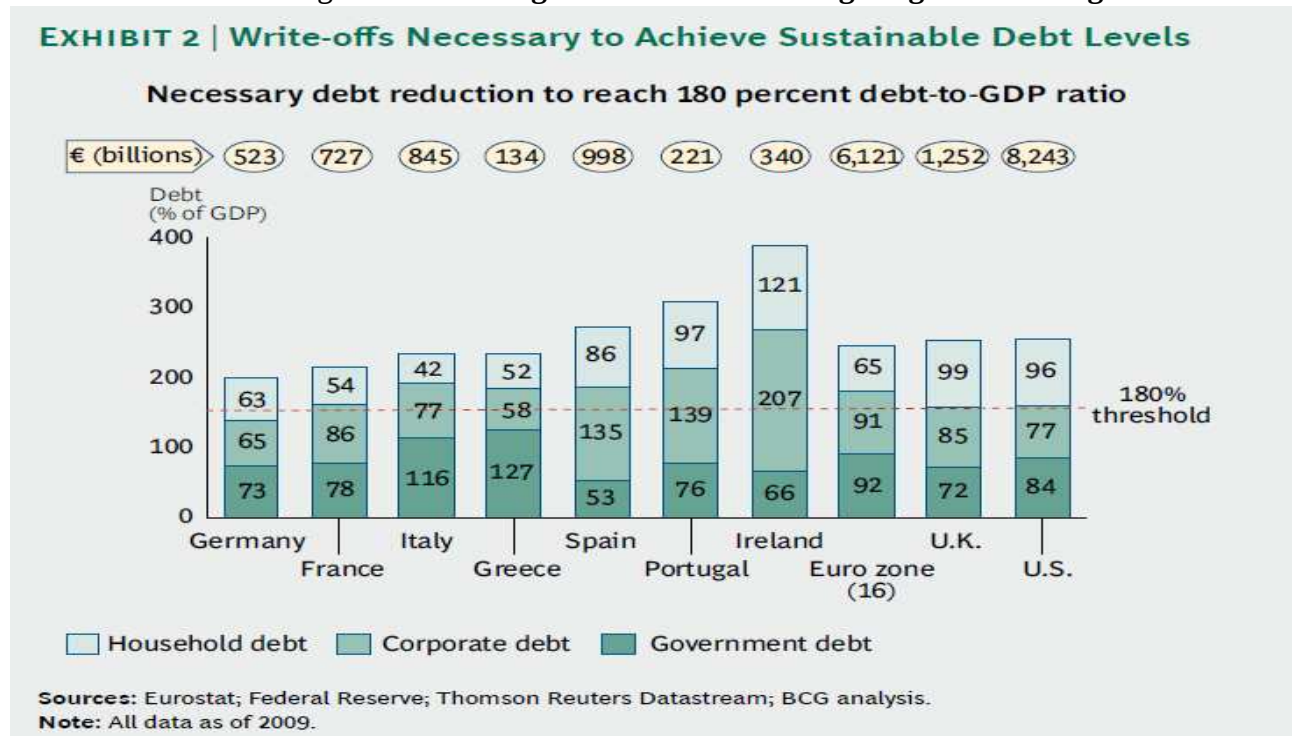
Zu welchen Maßnahmen können die europäischen Politiker noch Zuflucht nehmen, nachdem all ihre Bemühungen gescheitert sind, auf Zeitgewinn zu spielen? Je länger ihre Unschlüssigkeit andauert, desto wahrscheinlicher wird vielleicht das drastische Vorgehen, das wir unten beschreiben.

Wenn die Gesamtverschuldung in der Euro-Zone weiterhin schneller wächst als die Wirtschaft, könnten die Politiker irgendwann zu dem Ergebnis kommen, dass eine Umschuldung nicht mehr zu vermeiden ist. Damit diese Operation zuverlässig wirkt, müssten alle Schulden umstrukturiert werden, wahrscheinlich bis einer Gesamtgrenze von 180 % für jedes Land. Diese Ziffer gründet auf der Annahme, dass Regierungen, nichtfinanzielle Gesellschaften und private Haushalte bei einem unterstellten Zinssatz von 5 % und einem nominalen Wachstum von 3 Prozent jährlich jeweils eine Schuldenlast von 60 Prozent des BIP tragen könnten. Geringere Zinssätze und/oder höheres Wachstum könnten helfen, die Schuldenlast bereits früher zu abzubauen. Unter diesen Annahmen beläuft sich der totale Schuldenüberhang innerhalb der Euro-Zone auf 6,1 Billionen Euro (s. Schaubild 2)

Die Bedeutung der Umschuldung wird durch ein neues Research-Papier dreier Ökonomen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel unterstrichen. Diese haben die Entwicklung und Auswirkungen privater und öffentlicher Schulden in 18 OECD-Ländern zwischen 1980 und 2010 untersucht.⁴ Neben der Zusammenstellung des eindrucksvollen Schuldenwachstums (in realen Werten hat sich die Schulden-zu-BIP-Rate in diesen 30 Jahren in diesen Ländern nahezu vervierfacht) zeigen sie, dass höhere Schuldenlasten einen negativen Effekt auf das Wirtschaftswachstum haben, wenn eines der folgenden Kriterien dazukommt:

- Die Staatsschulden betragen mehr als 80 bis 100 Prozent des BIP (Bestätigung ähnlicher Untersuchungen von Kenneth Rogoff und Carmen Reinhardt).
- Die Schulden der nichtfinanziellen Unternehmen übersteigen 90 Prozent.
- Die Schulden der privaten Haushalte sind höher als 85 Prozent des BIP.

Schaubild 2: Notwendige Abschreibungen zum Erreichen tragfähiger Schuldengrenzen



Die Wahrscheinlichkeit, dass Ökonomien aus ihrem Schuldenproblem herauswachsen, ist deshalb begrenzt, und die Autoren kommen zu dem Schluss, dass „die Schuldenprobleme, denen die entwickelten Ökonomien ausgesetzt sind, sogar schlimmer sind, als wir gedacht hatten.“

Nach einer anderen Studie dieser drei Ökonomen wird sich die Schuldenlast einiger Staaten im Jahre 2040 von 250 % (Italien) bis zu 600 % (Japan) erheblich erhöhen.⁵ In Anbetracht der steigenden finanziellen Lasten alternder Bevölkerungen sehen die Autoren das Risiko einer nicht endenden Spirale der Schuldenlasten, die zu geringerem Wachstum führen, und im Gegenzug zu wieder ansteigenden Schuldenlasten. Um diesen Teufelskreis zu durchbrechen, mahnen sie die Politik, „schnell und entschlossen zu handeln“, und Schuldengrenzen „deutlich unter dieser Schwelle“ anzusteuern. Eine gesamte Schuldengrenze von 180 % für den privaten und den Staatssektor würde nach unserer Ansicht einen Puffer gegen zukünftige Schocks und gegen geringere Wachstumsraten bilden, die infolge des demographischen Wandels erwartet werden.

Durchsetzung von Abschreibungen

Die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) würde dabei wahrscheinlich die Führung übernehmen müssen, indem sie die notwendigen Mittel für Schuldenschnitte und Kapitalmaßnahmen bereitstellt, sowie die Durchführung der Abschreibungen überwacht. Für Länder wie Italien wäre die Abschreibung recht einfach zu organisieren. Die 180 %-Grenze für die Gesamtschuld würde bereits allein durch die Abschreibung auf Staatsschulden erreicht. Dies würde einen Forderungsschnitt und Verlust für die Inhaber italienischer Staatsanleihen in Höhe von 47 % bedeuten.

In ähnlicher Weise müsste die exzessive Schuld des privaten Sektors reduziert werden. Das am ehesten ins Auge springende Objekt für eine Schuldenreduktion wäre der

Hypothekenmarkt, denn diese Ausleihungen sind eng mit dem Immobilienmarkt verknüpft. Die Verbraucherkredite wären um einen festzusetzenden Prozentsatz zu kürzen. Auch im Unternehmensbereich - hier liegen die dringendsten Probleme bei Immobiliengesellschaften – wäre eine ordentliche Umschuldung notwendig.

Diese Abschreibungen müssten zu einer tatsächlichen Herabsetzung der Verbindlichkeiten bei dem Schuldner selbst führen, und nicht nur zu einer Wertberichtigung in den Bilanzen des Darlehensgebers. Nur wirkliche Befreiung von der Schuldenlast könnte die Grundlage für eine Rückkehr zu wirtschaftlichem Wachstum legen. Um diesem Weg zu folgen, müssten die Verantwortlichen davon überzeugt sein, dass der allgemeine Nutzen eines ökonomischen Neubeginns schwerer wiegen würde als das Risiko des Missbrauches in einigen Fällen.

Berücksichtigung der Verluste auf Seiten der Darlehensgeber.

Die Abschreibung von mehr als 6 Milliarden würde bedeutende Auswirkungen auf die Darlehensgeber haben. Dies allein wegen der Höhe der Beträge. Unter der Annahme einer gleichen Aufteilung zwischen Banken und Versicherungen würden die Banken der Euro-Zone 10 Prozent ihrer gesamten Aktiva abzuschreiben haben (3 Milliarden von 36,9 Milliarden ihrer gesamten Aktiva).

Die Banken würden ihre Ausleihungen gegenüber den verschiedenen Sektoren und Ländern der Euro-Zone mit dem Ziel abschreiben müssen, für jede Schuldenkategorie die 60 %-Grenze zu erreichen. Zum Beispiel würde eine Bank mit Ausleihungen an den deutschen Staat 18% ihrer entsprechenden Aktiva abzuschreiben haben (Prozentsatz, um den der anzusteuernde Schwellenwert von 60 % die laufende Staatsverschuldung – 73 % des BIP – unterschreitet), eine Bank mit Ausleihungen an den portugiesischen Unternehmenssektor hätte 57 % abzuschreiben.

Wenn die Politik diesen Weg weiter verfolgte, wäre es so gut wie sicher, dass die Verluste das Eigenkapital des Bankensektors überschreiten würden – und dieser bei einer aggregierten Betrachtung insolvent sein würde. Einige würden nicht zu so weitgehenden Abschreibungen gezwungen sein. Aber bei vielen wären die Gesellschaftsanteile wertlos und der EFSF würde die Unternehmen rekapitalisieren müssen. Tatsächlich würden die Staaten der Euro-Zone dann Eigentümer des Bankensektors sein, und sie würden diesen grundlegend zu restrukturieren haben, bevor sie ihn reprivatisieren.

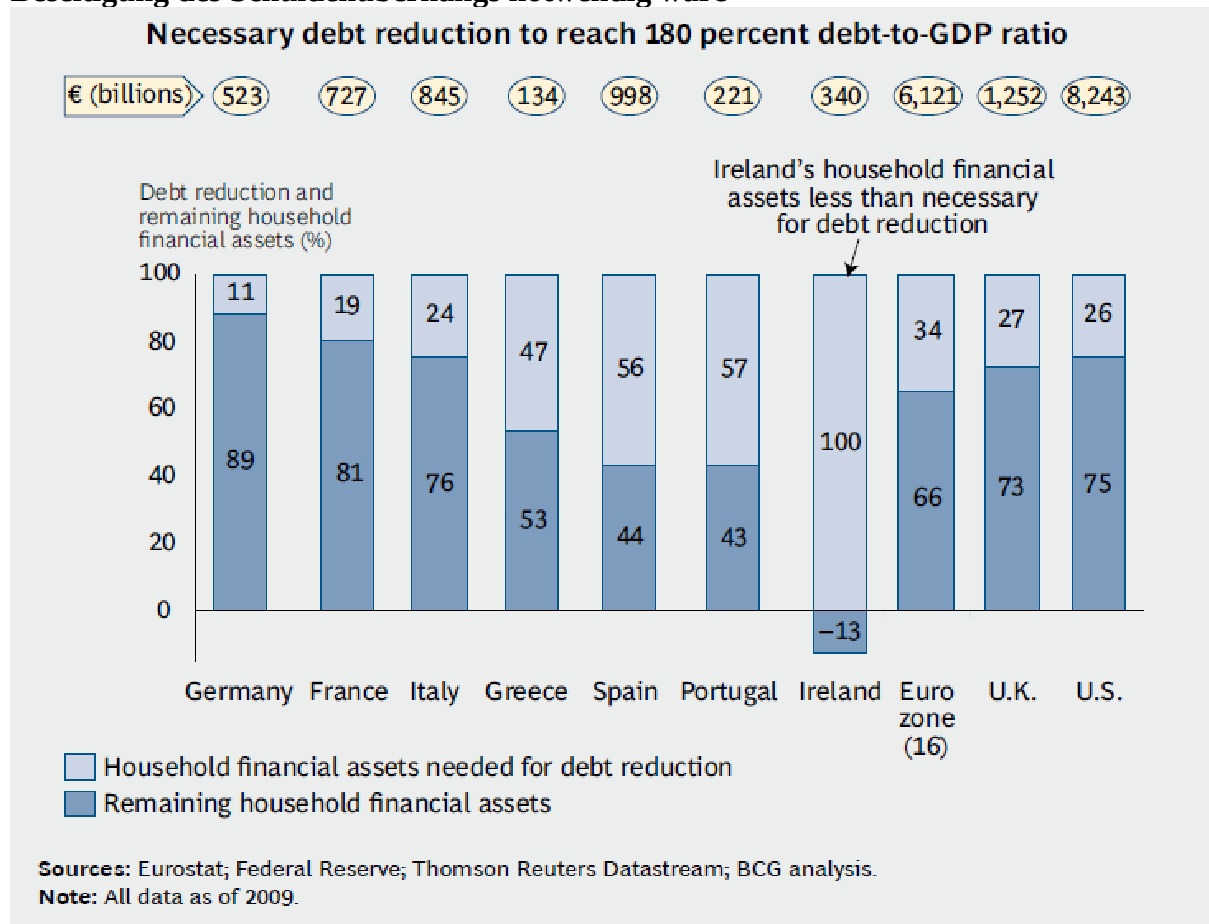
Die Mehrheit der Vermögenswerte der Versicherungsunternehmen werden für Rechnung ihrer Kunden verwaltet. Alle Verluste der Versicherungsindustrie würden direkt vom EFSF abgedeckt werden, indem dieser die Unternehmen übernimmt und den Kunden vollständige Erstattung ihrer Vermögenswerte garantiert.

Finanzierung der Umschuldung.

Die Beseitigung des Schuldenüberhangs in der Euro-Zone bedeutet, diesen zu finanzieren, was als eine entmutigende Aufgabe erscheinen könnte. Um diese geordnete Restrukturierung zu finanzieren, könnten Politiker gut zu dem Schluss kommen, dass dazu eine Besteuerung des vorhandenen privaten Reichtums erforderlich sein könnte. Viele der Politiker würden die Besteuerung von Finanzanlagen als den fairsten Weg zur Lösung des Problems ansehen. Die Besteuerung vorhandener Finanzanlagen würde nämlich einer Tatsache Rechnung tragen: Diese Investments sind nicht so wertvoll, wie ihre Inhaber glauben. Denn die Schuldner (Staaten, Haushalte und Unternehmen) werden nicht in der Lage sein, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Schaubild 3 zeigt die Höhe einer einmaligen Vermögensabgabe, die gefragt

sein wird, um die für eine geordnete Beseitigung des Schuldenüberhangs erforderlichen Mittel bereitzustellen.

Schaubild 3: Einmalige Vermögensabgabe, die für die Deckung der Kosten einer Beseitigung des Schuldenüberhangs notwendig wäre

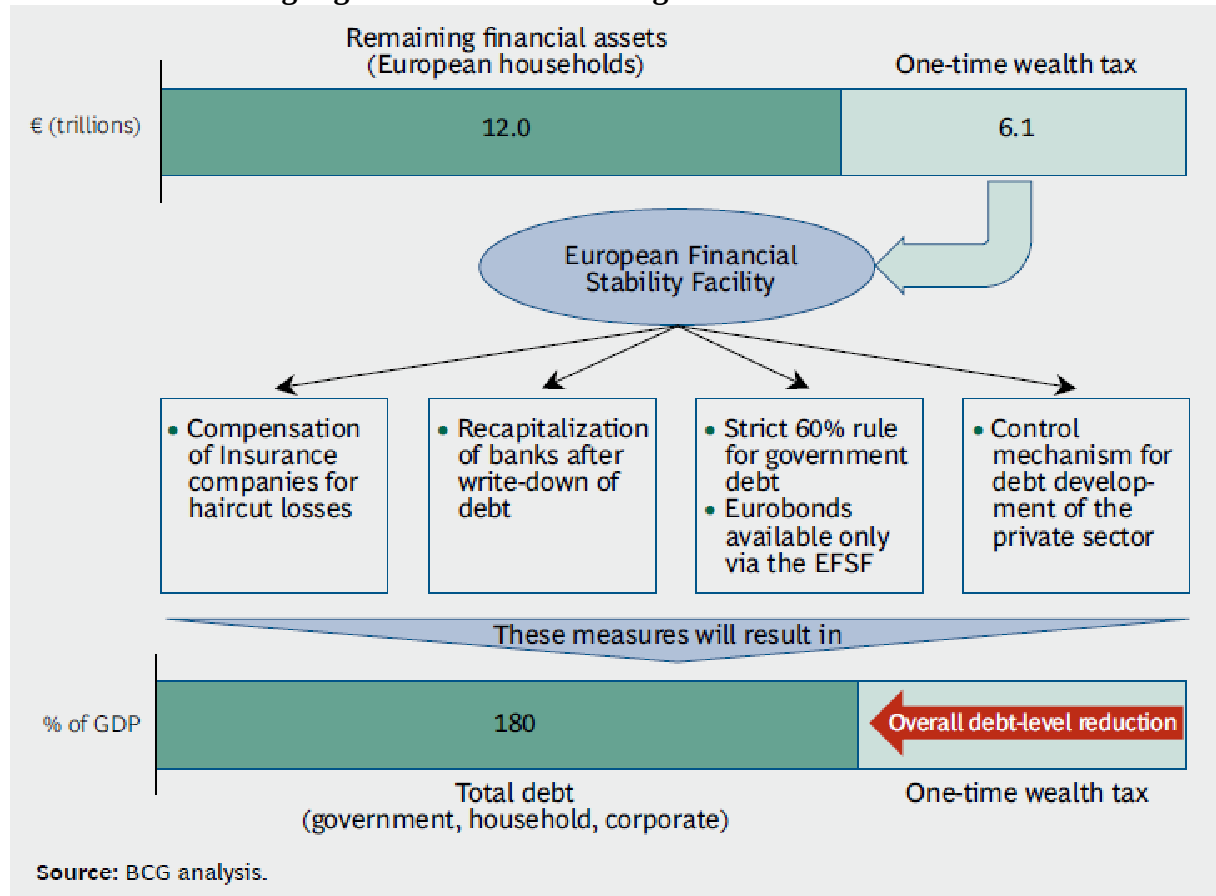


Für die meisten Länder wäre ein Vermögensschnitt von 11 bis 30 Prozent zur Deckung der Kosten für eine geordnete Umschuldung ausreichend. Nur in Griechenland, Spanien und Portugal würde die Belastung des privaten Sektors um einiges höher ausfallen; in Irland wäre sie zu hoch, denn die Finanzanlagen des irischen Volkes sind geringer als die für die Anpassung der Schuldengrenzen erforderlichen Aufwendungen. Dies unterstreicht die Dimension der irischen Immobilien- und Schuldenblase.

Was den gesamten Kontext der Zukunft der Euro-Zone angeht, werden die verantwortlichen Politiker die Verteilung der Schuldenlast auf eine breitere Basis stellen müssen, so dass die Steuerzahler in Ländern wie Deutschland, Frankreich und den Niederlanden in größerem Umfang beizutragen hätten, als es zur Reduzierung ihrer eigenen Schuldenlast notwendig wäre. Dies würde nicht populär sein, aber die Banken und Versicherungsunternehmen dieser Länder würden davon profitieren. Um eine sozial akzeptable Aufteilung der Last sicherzustellen, würden die Politiker ohne Zweifel die Entscheidung treffen, Finanzanlagen nur ab einem bestimmten Schwellenwert zu besteuern, der zum Beispiel bei 100.000 Euro liegen könnte. Angesichts dessen, dass jede dieser Art Steuer als eine einmalige Korrektur der laufenden Schuldenstände gedacht ist, würde dies in der Weise auszugleichen sein, dass im Gegenzug Vermögens- und Kapitalertragssteuern aufgehoben werden. Die einschneidende

Maßnahme einer Abgabe auf Vermögenswerte würde es wahrscheinlich politisch leichter durchsetzen lassen, die Einkommenssteuer zu verringern, und so weiteres Wachstum anzukurbeln. (s. Schaubild 4)

Schaubild 4: Beseitigung des Schuldenüberhangs



Ergänzende fiskalische Maßnahmen

Die Steuer auf Finanzanlagen würde nur deren versteckte Verluste reflektieren. Um sicherzustellen, dass auch Landbesitzer zu der allgemeinen Umschuldung beitragen, müssten die Regierungen eine zusätzliche Steuer auf Immobilienbesitz einführen. Im Unterschied zu der einmaligen Vermögensabgabe würde diese Steuer wahrscheinlich sowohl auf Kapitalgewinne wie auch auf Einkommen aus Immobilien erhoben werden.. (Politiker könnten hier argumentieren, dass die anderen Maßnahmen zur Beseitigung des Schuldenüberhangs auch dem Immobilienbesitz zugute kämen, indem sie den Preisdruck auf Immobilienpreise vermindern helfen würden, wie er zum Beispiel auf Immobilienmärkten wie dem spanischen lastet). Um notwendige zusätzliche Investitionen zu stimulieren, könnten Regierungen weitere Anreize zur Investition in neue Anlagen oder in Forschungs- und Entwicklungseinrichtungen setzen, indem die Steuersätze für nicht reinvestierte Gewinne höher angesetzt werden.

Durchführung struktureller Änderungen

Obwohl die Besteuerung der Reichen durchaus populistische Unterstützung finden könnte, dürfte das oben skizzierte Programm insgesamt nicht sehr populär sein. Zudem würde der Schuldenabbau allein nicht ausreichen, um die künftige Stabilität in der Euro-Zone zu gewährleisten. Jede Art des Schuldenabbaus müsste von einigen zusätzlichen Maßnahmen flankiert werden:

- Eine eindeutige Verpflichtung der Regierungen sowohl zur Einhaltung der 60 %-Schuldengrenze wie auch des jährlichen 3%igen Defizits. Es könnte auch Druck gemacht werden, damit diese Verpflichtungen zum Bestandteil der Verfassungen der Mitgliedsstaaten werden, wobei die Organe der EU die Macht haben sollten, die Einhaltung zu erzwingen.
- Die Mittelbeschaffung für alle europäischen Staatsschulden sollte über Eurobonds erfolgen. (EU- weite Eurobonds wären keine Lösung für heute. Sie würden das Problem nur hinausschieben und in den Ländern der Peripherie den Druck zur Anpassung ihrer Schulden vermindern.) Ein Land könnte Ausleihungen allein über den EFSF (oder den kommenden Europäischen Stabilisierungsmechanismus ESM) vornehmen, damit die Übereinstimmung mit der 60 %-Regel sichergestellt ist.
- Einrichtung eines Mechanismus, um das Schuldenwachstum im Privatsektor zu kontrollieren, und zukünftig neue Schuldenblasen zu verhindern. Dies wird wahrscheinlich mit differenzierten Zinssätzen und Kapitalanforderungen an die Banken zu erreichen sein.
- Ein klares Bekenntnis der EU-Regierungen, das drängende Problem der altersbedingten Ausgaben anzugehen. Dies würde eine Kombination von Senkung der Altersbezüge und Anhebung des Rentenalters erfordern. Ein Scheitern in dem Bemühen, diese Ausgaben zu dämpfen, würde unvermeidlich zu Steuererhöhungen führen.

Diese Maßnahmen würden dazu beitragen, eine Wiederholung der Schuldenkrise der Euro-Zone zu verhindern, aber sie würden nicht ausreichend sein, um die Handelsströme ins Gleichgewicht zu bringen. Ohne die Fähigkeit, ihre eigenen Währungen abzuwerten, werden Spanien, Portugal und Griechenland – aber ebenso Italien und Frankreich – Schwierigkeiten haben, wieder wettbewerbsfähig zu werden. Die Lohnstückkosten sind dort 10 bis 30 % höher als in Deutschland. Um diese Kosten zu vermindern, wäre sowohl eine Senkung der Löhne wie höhere Arbeitslosigkeit erforderlich. Der Prozess würde auch Zeit brauchen. Um diesen Anpassungsprozess zu erleichtern, wäre ein Maßnahmen-Mix aus höherer Inflation, ökonomischer Koordination (der es erlaubt, die Löhne in Deutschland schneller wachsen zu lassen als an der Peripherie) und der Einrichtung einer Fiskalunion erforderlich – was einen kontinuierlichen Transfer von den stärkeren zu den schwächeren Ökonomien erlauben würde. Deutschland hätte seine inländische Konsumnachfrage zu stärken sowie die gegenwärtig hohe Sparrate abzubauen.

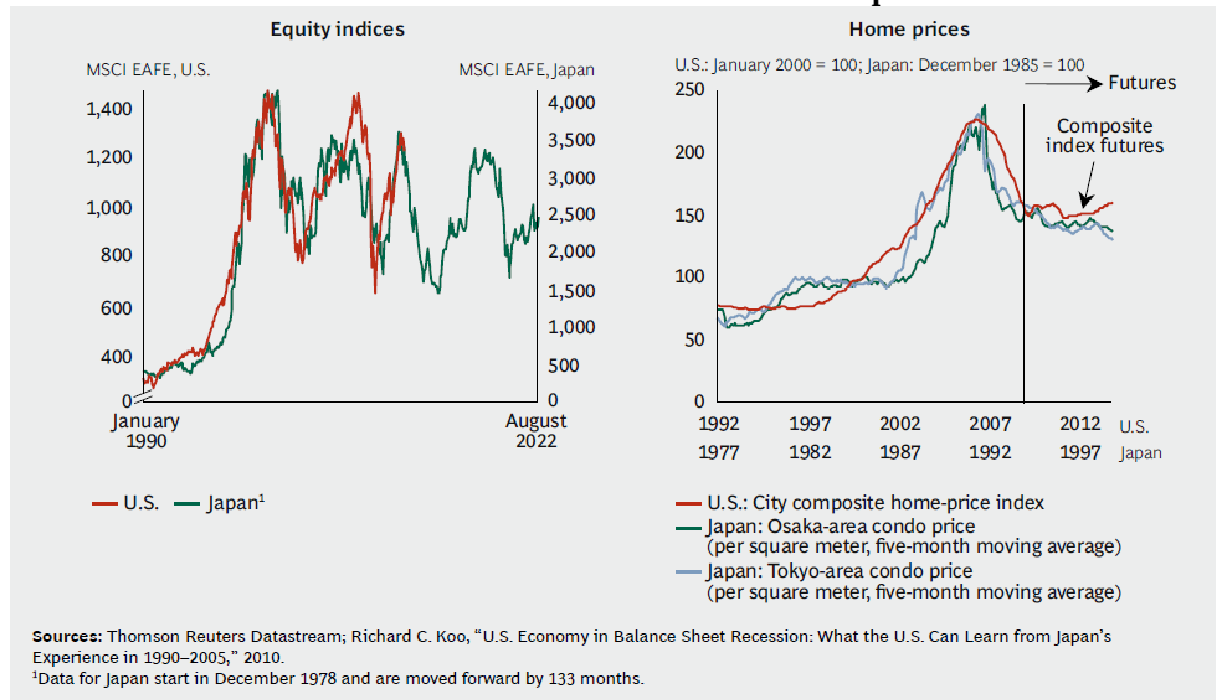
Was gibt es an anderen Möglichkeiten? Wenn man von einer weiteren Krise absieht, könnten die europäischen Regierungen am Ende die Auflösung der Euro-Zone ins Auge fassen, mit einem Übergang zu nationalen Währungen oder einem Währungsverbund mit einem kleineren Kreis von Teilnehmern. Das Auseinanderreißen der Euro-Zone ist aber keine Lösung der Schuldenkrise selbst, denn damit würde das Problem des Schuldenüberhangs nicht in geordneter Weise gelöst, und man würde ein finanzielles Chaos mit der Folge noch höherer Kosten riskieren.⁶ Allerdings könnte dies eine Option nach erfolgter Umschuldung sein, wenn sich dann eine engere ökonomische Koordination und eine Fiskalunion nicht herstellen ließen. Der koordinierte Wechselkursmechanismus II der Europäischen Währungsunion, der bis zur Einführung des Euro existierte, erleichterte den Anpassungsprozess im Hinblick auf die unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten und war recht erfolgreich.

Ein Programm für die Vereinigten Staaten

Die Situation der U.S.A. unterscheidet sich von der Situation der Euro-Zone, und die Lösung wäre in einer Hinsicht weniger kompliziert. Denn den U.S.A. stehen alle Instrumente zur Lösung der Krise zur Verfügung. Dort müssten nicht 17 Staaten mit unterschiedlichen Interessen unter einen Hut gebracht werden. Allerdings wären, bevor entscheidende Schritte unternommen werden könnten, einige Gegebenheiten zu beachten:

- Trotz massiver Intervention durch die FED und die Regierung bleibt das Wachstum in den U.S.A. kraftlos.
- Die Entschuldung der privaten Haushalte wird noch viele Jahre brauchen.
- Der Immobilienmarkt ist noch nicht stabilisiert. Etwa 11 Millionen U.S.- Haushalte leiden unter Überschuldung (ihre Hypothekenschuld übersteigt den Wert ihrer Häuser). Und es besteht immer noch ein Überangebot an Häusern von ca 1,2 bis 3,5 Millionen (die Schätzungen weichen aufgrund unterschiedlicher Annahmen voneinander ab).
- Das US-Staatsdefizit ist nicht tragbar und muss auf akzeptable Grenzen zurückgeführt werden. Dies wird das Wachstum verlangsamen und die Probleme des privaten Sektors vergrößern.
- Das Handelsdefizit der U.S.A. besteht trotz einer beträchtlichen Abschwächung des Dollarkurses weiter, wofür nicht allein China verantwortlich gemacht werden kann. Dies spiegelt einen Mangel an Wettbewerbsfähigkeit in einigen Schlüsselmärkten sowie den geringen Anteil an industrieller Fertigung in der U.S.-Wirtschaft wider, verglichen mit Ländern wie Deutschland und Japan.
- Es gibt eine verblüffende Ähnlichkeit zwischen den U.S.A. und Japan in der Entwicklung der Aktien- und Immobilienpreise (s. Schaubild 5). Eine Korrelation zeigt nicht unbedingt eine gleiche Kausalität an, aber dies ist eine ernüchternde Vorstellung, wenn Ben Bernanke und sein Team daran scheitern sollten, die Wirtschaft wieder anzukurbeln.
- Die Interventionen der FED, namentlich die Programme zum Ankauf von Finanztiteln, haben einen Geldüberhang geschaffen, der die Basis für eine beachtliche zukünftige Inflation sein könnte (s. *Stop Kicking the Can Down the Road: The Price of Not Addressing the Root Causes of the Crisis*, BCG Focus, August 2011).

Schaubild 5: Grosse Ähnlichkeiten zwischen den U.S.A. und Japan



Stabilisierung des Immobilienmarkts

Die Behörden der U.S.A. wissen, dass die wichtigste Maßnahme, um die Wirtschaft wieder auf die richtige Bahn zu bringen, die Stabilisierung des Immobilienmarktes ist. Dies ist nicht nur wichtig für diesen Markt, sondern wegen der bedeutenden Auswirkungen auf das Konsumentenvertrauen (und so auf das Ausgabenverhalten). Immobilienbesitz ist bei Weitem der wichtigste Vermögensgegenstand der privaten Haushalte. Die Immobilienblase trieb die ohnehin hohen Schulden der privaten Haushalte im Jahre 2007 zu einem nie dagewesenen Anteil von 140 Prozent der verfügbaren Einkommen. Seitdem haben die U.S.-Haushalte begonnen, zu sparen und ihre Schulden zurückzuzahlen. Trotzdem liegt die Schuldenlast immer noch bei etwa 13,3 Billionen (117 Prozent der verfügbaren Einkommen). Angesichts dessen, dass eine weitere Verminderung der privaten Haushaltsschulden um zwei bis drei Billionen zur finanziellen Gesundung der U.S. Verbraucher notwendig erscheint, würde eine solche Entschuldung das wirtschaftliche Wachstum für viele Jahre einschränken.

Nach dem Case-Shiller Home Price Index von S&P sind die Immobilienpreise auf den Stand von 2003 gefallen. Potenzielle Käufer sind unsicher, in welcher Richtung sich der Markt bewegen wird. Diese Unsicherheit wird verschärft durch die Zahl von 11 Millionen überschuldeter Hauseigentümer, wodurch die Probleme der Banken wachsen, die versuchen, einen Teil ihrer Außenstände durch Zwangsvollstreckung hereinzuholen.

Wie also, wenn die traditionelleren Waffen der Wirtschaftspolitik nicht wirken, könnte die Regierung versuchen, den U.S.-Immobilienmarkt zu stabilisieren?

Sie könnte eine Steuer auf Finanzwerte einführen, ähnlich der, über die wir für Europa nachgedacht haben. Die Schulden privater Haushalte müssen von 96 Prozent auf 60 Prozent des BIP reduziert werden. Um dies zu erreichen, könnte die Regierung dazu gezwungen sein, die noch offenen Hypothekenforderungen – für alle, die ihr Haus zwischen 2003 und 2010 gekauft oder finanziert hatten – in Anpassung an das Preisniveau von 2003 zu reduzieren. Dies würde Wertberichtigungen in Größenordnungen von 12 Prozent (für in 2004 erworbenes

Eigentum) bis zu 28 Prozent (für Eigentum, das 2008, auf der Höhe der Immobilienblase erworben wurde) bedeuten. Um die effektive Belastung der Schuldner zu reduzieren, müsste dies mit tatsächlichen Forderungsverzichten verbunden sein. Durch das Schreiben einer Verkaufsoption würde die U.S.-Regierung außerdem eine Untergrenze setzen: Sie würde die Häuserpreise von 2003 garantieren, indem sie ein „household stabilization vehicle“ einsetzt. Auf diese Weise würde die U.S.-Regierung einen Mindestpreis festlegen und gleichzeitig die private Nachfrage stützen, da potenzielle Käufer wahrscheinlich nicht mehr auf noch niedrigere Preise in der Zukunft warten würden.

Derartiges Vorgehen würde beträchtliche Probleme von Missbrauchsmöglichkeiten und moral hazard mit sich bringen, indem es diejenigen belohnt, die leichtsinnig waren und indem es denjenigen, die sich umsichtig verhalten haben, einen Teil der Lasten auferlegt. Aber die Regierung könnte zu dem Schluss kommen, dass die gesamten ökonomischen und sozialen Kosten einer langen Periode geringen Wachstums und des Schuldenabbaus so gewaltig seien, dass hier unkonventionelle Maßnahmen gerechtfertigt sind. Immerhin würde Inflation noch schlimmere Nebenfolgen haben.

Beseitigung des Schuldenüberhangs

Auf dieselbe Weise wie für Europa dargestellt, würden die U.S.A. außerdem den Schuldenüberhang des Staates, der Konsumenten über die Hypothekenschulden hinaus, sowie die Schulden des nichtfinanziellen Sektors reduzieren müssen. Wie Schaubild 2 zeigt, beträgt der totale Schuldenüberhang in den U.S.A. 8,2 Billionen Euro (11,5 Billionen Dollar) oder 77 % des BIP. In dem allerdings unwahrscheinlichen Fall, dass die U.S.A. dem Weg folgt, den Europa wohl einschlagen wird, wäre eine einmalige Vermögensabgabe von 25 Prozent der Finanzanlagen erforderlich. Wie in Europa würde dies zusätzlich die folgenden Massnahmen notwendig machen:

- Säubern des Bankensektors, indem die Verluste ermittelt und die notwendigen Kapitalmaßnahmen getroffen werden – selbst wenn dies den Wegfall der bisherigen Anteilseigner bedeutet.
- Zusätzliche Steuern auf Immobilien, einschließlich einer höheren Steuer auf Kapitalgewinne, um die Kosten für die Unterstützung des Immobilienmarktes auszugleichen.
- Schaffung von Anreizen für Unternehmen zu Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie neue Anlagen durch Besteuerung nicht investierter Gewinne.
- Die Selbstverpflichtung der Regierung, die Staatsverschuldung zu begrenzen und Vorsorge für die wachsenden Kosten einer alternden Bevölkerung zu treffen, indem entweder die Rentenauszahlung beschränkt oder das Renteneintrittsalter angehoben wird.

Lösung der grundlegenden Probleme der U.S.-Wirtschaft

Wir haben seit Langem dafür argumentiert, dass die U.S.-Wirtschaft einige fundamentale Probleme lösen muss, um global wieder wettbewerbsfähig zu werden. Indem sie dem bisherigen Durchwursteln ein Ende macht, sollte die Regierung auch eine grundlegende Umstrukturierung der Wirtschaft in Angriff nehmen:

- „Re-Industrialisierung“ und Erhöhung des Anteils des industriellen Produktionssektors von den derzeitigen 12 Prozent auf etwa 20 Prozent des BIP. Dies könnte helfen, die Außenhandelsbilanz ins Gleichgewicht zu bringen.
- Überprüfung der Einkommensverteilung. Die meisten Familien in den U.S.A. können den Wegfall ihres Einkommens nicht durch erhöhte Kreditaufnahmen wettmachen – und 41 Millionen Amerikaner befinden sich nach offizieller Einschätzung unterhalb der Armutsgrenze.
- Maßnahmen zur Verminderung der Abhängigkeit von Ölimporten, indem in neue Technologien investiert und die existierende Infrastruktur modernisiert wird.
- Wie in Europa sollte eine Regierung, die die Probleme wirklich ernst nimmt, langfristig denken und mehr in die Ausbildung investieren.

All dies sind bisher nur unsere Vorstellungen. Aber die Geschichte zeigt, dass die Wirtschaft der U.S.A. wie keine andere dazu in der Lage ist, auch radikale Veränderungen durchzuführen. Und nach unserer Ansicht werden einige der Maßnahmen, die wir oben beschrieben haben, wahrscheinlich von der U.S.-Regierung ergriffen werden, wenn die Dinge sich nicht bald bessern sollten.

Globale Koordinierung

Die grundlegende Ursache für die finanzielle und ökonomische Krise sind die großen Ungleichgewichte im Welthandel. Diese sind seit 2007 nicht geringer geworden: die U.S.A. und weite Teile Europas gehen ein Außenhandelsdefizit ein, während die meisten asiatischen Ökonomien – namentlich China und Japan – ebenso wie Deutschland und die Erdöl exportierenden Länder große Überschüsse anhäufen. All diese Länder haben ein großes Interesse an einer geordneten Form der Schuldenrestrukturierung, wodurch sowohl ihre Vermögenswerte geschützt werden könnten, wie auch das Fundament für ein beschleunigtes Wachstum der Weltwirtschaft gelegt werden könnte.

Wird diese Logik die Länder mit einem Handelsüberschuss dazu bringen, zu einer globalen Lösung der Krise beizutragen, indem sie mehr importieren und weniger exportieren? Nur dann, wenn die U.S.A. und Europa einen Überschuss erzielen, können sie den notwendigen Schuldenabbau und den Aufbau von Vermögenswerten zur (teilweisen) Deckung der künftigen alterungsbedingten Kosten meistern. Wenn Europa und die U.S.A. diese durchgreifenden Maßnahmen tatsächlich durchführen würden: Was hätten dann die Entwicklungs- und Schwellenländer zu tun?

- Förderung der einheimischen Konsumtion und Orientierung ihrer Ökonomien weg von der einseitigen Ausrichtung auf exportgetriebenes Wachstum. China hat einen solchen Weg in seinem letzten Fünfjahresplan ausgearbeitet, aber dies muss viel rascher geschehen. Andere Länder sollten sich dem Beispiel Chinas anschließen.
- Möglichkeit von Währungskursanpassungen. Indem sie ihre Wechselkurse durch Interventionen auf ein tiefes Niveau gedrückt hatten, haben die Entwicklungs- und Schwellenländer nicht nur ihr eigenes exportbasiertes Wachstum unterstützt, sondern gleichzeitig den Kreditboom im Westen befeuert. Dieses Muster kann nicht fortgesetzt werden.

- Förderung von westlichen Investitionen in ihren Ländern. Angesichts des Standes ihrer ökonomischen Entwicklung wäre es angemessen, dass sie ein Defizit im Außenhandel zulassen und Ausländern die Möglichkeit zu investieren geben.

Die G 20 müssten sich weiterhin zu globaler Kooperation verpflichten sowie dazu, keine protektionistischen Maßnahmen durchzuführen. Die G 20 und der IWF könnten sogar erwägen, einen globalen Clearing-Mechanismus für Handelsdefizite und – überschüsse zu implementieren, ähnlich dem Vorschlag von John Maynard Keynes aus dem Jahre 1943.⁷ Ein derartiger Mechanismus würde die Länder ermutigen, ihre Außenhandelsbilanzen wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

Wird es passieren? Und was passiert, wenn nicht?

Die von uns beschriebenen Programme wären einschneidend. Sie wären nicht populär, und sie würden weitgehende politische Koordinierung und Führerschaft verlangen – etwas, was Politiker bis heute, trotz der sich weiter verschlechternden Aussichten, durch ein Spiel auf Zeit ersetzt haben.

Die Anerkennung der Fakten mag die größte Hürde darstellen. Politiker und Zentralbanker sind sich immer noch nicht einig über das volle Ausmaß der Krise und setzen deshalb zu viel Hoffnung auf einfache Lösungen. Wir müssen verstehen, dass Rezessionen der Handelsbilanzen sich sehr von normalen Rezessionen unterscheiden. Je länger die Politiker und Banker zuwarten, um so notwendiger werden die Antworten sein, die in diesem Papier umrissen haben. Unglücklicherweise braucht man für einen Konsens über derart harte Maßnahmen wohl eine Situation, wie wir sie zuletzt in den 1930er Jahren gesehen haben. In Mesopotamien waren die Dinge zweifellos einfacher.

¹ Jacopo Ponticelli und Hans-Joachim Voth, „Austerity and Anarchy: Budget Cuts and Social Unrest in Europe, 1919-2009“, Centre for Economic Policy Research, August 2011, veröffentlicht bei http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1899287.

² „Fed’s Bullard: Large Balance Sheet a Concern“, Reuters, 29.7.2011, veröffentlicht bei <http://www.reuters.com/article/2011/07/29/usa-fed-bullard-inflation-idUSW1E7IB05320110729>.

³ „Global Risks Are Rising, but There Is a Path to Recovery“, Remarks at Jackson Hole by Christine Lagarde, Managing Director, International Monetary Fund, 27. 8. 2011, veröffentlicht bei <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/082711.htm>.

⁴ Stephen Cecchetti, Madhusudan Mohanty, und Fabrizio Zampolli „The Real Effects of Debt“, BIS Working Paper Nr 352, September 2011, veröffentlicht bei <http://www.bis.org/publ/work352.htm>.

⁵ Stephen Cecchetti, Madhusudan Mohanty, und Fabrizio Zampolli, „The Future of Public Debt“, BIS Working Paper Nr. 300, März 2010, veröffentlicht bei <http://www.bis.org/publ/work300.htm>.

⁶ S. Stephane Deo, Paul Donovan, Larry Hatheway, „Euro Break-up – The Consequences“, UBS Investment Research, 6. 9.2011; Willem Buiter und Ebrahim Tahbari, „The Future of the Euro Area: Fiscal Union, Break-up or Blundering Towards a ‘you break it you own it Europe’“, Citigroup Global Markets Global Economics View, 9-9-2011, veröffentlicht bei <http://www.willembuiter.com/3scenarios.pdf>; Willem Buiter, „A Greek Exit from the Euro Area: A Disaster for Greece, a Crisis for the World“, Citigroup Global Markets Global Economics View, 31.9.2011, veröffentlicht bei <http://www.willembuiter.com/exit.pdf>.

⁷ John Maynard Keynes, „Proposals for an International Clearing Union“, in D. Moggridge, ed., *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV (London: The Macmillan Press 1980), 168-96