

Michael Dauderstädt

## **WACHSTUM UND SCHULDEN IN EUROPA**

### **Einleitung**

In der herrschenden Debatte zur Eurokrise wird allgemein von Überschuldung gesprochen. Die Krise sei ein Ergebnis zu hoher Schulden, vor allem der Staaten. Nur durch einen Abbau dieser Schulden könne die Krise überwunden werden. Gerade in Deutschland werden Schulden – schon wegen des Anklangs an „Schuld“ – oft als etwas Negatives, Böses angesehen. Dabei sind Schulden ein wichtiges, fast unvermeidbares Element einer kapitalistischen Wirtschaft. Ohne Schulden ist Wachstum kaum vorstellbar. Zum besseren Verständnis ist es sinnvoll, sich den Zusammenhang von Wachstum und Schulden genauer anzusehen.

### **Der volkswirtschaftliche Zusammenhang von Wachstum und Schulden**

Nehmen wir einmal an, eine Wirtschaft solle ohne Schulden funktionieren. Dann gäbe es kein Buchgeld und kein Bankensystem, da beides ja auf Schulden aufbaut. In einem System mit Goldstandard gäbe es noch nicht einmal Zentralbankgeld, da es ja ein Schuldschein der Zentralbank ist, gegen dessen Vorlage sie sich verpflichtet, ihn gegen Gold einzutauschen. In einer Goldgeldwirtschaft könnte der Verkauf von Gütern und Dienstleistungen nur gegen Gold erfolgen. Wächst der Output an Gütern und Dienstleistungen schneller als die Goldmenge, so könnte er nur verkauft werden, wenn

- 1) die Umlaufgeschwindigkeit zunimmt,
- 2) die Preise sinken, so dass sie gleiche Goldmenge die gewachsene Outputmenge kaufen kann, oder
- 3) vorher nicht im Kreislauf befindliche Goldvorräte zusätzlich in Umlauf gebracht werden.

Optionen 1 und 3 sind eher begrenzt. Goldvorräte existieren eigentlich nur, wenn vorher Einnahmen erzielt und nicht wieder ausgegeben wurden. Das führt aber schon zu einem Schrumpfprozess, da Gold dem Kreislauf entzogen wurde. Ähnliches gilt für Option 2, bei der es als Folge der zu geringen Goldmenge zu deflationärem Wachstum kommt. Auch dies ist nur schwer vorstellbar, da die Anbieter dann davon ausgehen müssten, dass sie nicht einmal den Gegenwert ihrer Produktionskosten erhalten, die ja noch zu alten, höheren Preisen anfielen.

In einer modernen Geldwirtschaft mit Buchgeld und Banken gilt grundsätzlich der gleiche Befund. Wenn bestimmte Akteure sparen, ohne dass diese Mittel direkt oder über das Kreditsystem an andere Akteure weiterverliehen werden, so sinkt die Nachfrage. Soll bei gegebener Umlaufgeschwindigkeit ein gewachsener Output ohne Deflation verkauft werden, so muss neues Geld in den Umlauf kommen. Dies geht nur über Verschuldung, sei es der Geschäftsbanken bei der Zentralbank und/oder von anderen Akteuren (Staat, Haushalte, Unternehmen) beim Finanzsektor oder untereinander, eventuell vermittelt über den Finanzsektor.

Vor dem Hintergrund der Krise ist es wichtig, die Rolle des Finanzsektors genauer zu beleuchten. An sich ist er nur die Vermittlungsinstanz zwischen Sparern und Schuldnern (Investoren) sowie zwischen Zentralbank und Nichtbanken (Staat, nicht-finanzielle Unternehmen, Haushalte). Sparer und Zentralbank leihen Geld an den Finanzsektor, der es weiterverleiht. Sein eigenes Vermögen (Eigenkapital) ist eigentlich volkswirtschaftlich weniger bedeutsam, hat aber in den letzten ca. zehn Jahren stark an Gewicht gewonnen. Geht in einer Finanzmarktkrise das Vertrauen in den Sektor verloren, so brechen die Kreditketten zusammen und auch das Eigenkapital der Banken reicht dann nicht aus. In dieser Situation sprechen Staaten oft Garantien aus oder übernehmen sogar Banken. Gleichzeitig stellt die Zentralbank Liquidität zur Verfügung. Die Versorgung der Realwirtschaft mit Krediten kann dann klemmen.

Der klassische Wachstumsprozess in der kapitalistischen Marktwirtschaft verläuft so, dass die Unternehmen Kredite aufnehmen, um Investitionen zu finanzieren, die zu einem höheren Output führen, dessen Verkauf durch die gestiegenen Faktoreinkommen möglich wird. Es wächst also der Kapitalstock, wodurch mehr Menschen beschäftigt und/oder produktiver beschäftigt werden können. Die höheren Erträge erlauben ihrerseits, die Schulden zu bedienen, also Zinsen zu zahlen und Teile zu tilgen. Trotzdem bleibt auch hier das Risiko, dass eventuell der Output nicht oder nicht zu den erwarteten Preisen absetzbar ist, womit auch der Schuldendienst problematisch wird.

Treten nicht Unternehmen als Schuldner und Investoren auf, sondern werden die Ersparnisse an private oder öffentliche Haushalte ausgeliehen, so stellt sich das Schuldendienstproblem in verschärfter Form, wenn die Ausgaben nicht investiven Charakter haben, also nicht zu höheren Erträgen dank gestiegener Einnahmen und/oder sinkender Ausgaben führen. Dabei ist der Unterschied zwischen investiven und nicht-investiven Ausgaben und die Plausibilität künftig wachsender Einnahmen häufig wenig klar einzuschätzen.

So ist etwa der Kauf eines Hauses für den Käufer eine Investition, die ihm auch künftig Mieteinnahmen einbringt oder – bei Eigennutzung – Mietausgaben erspart und damit den Schuldendienst ermöglicht. Volkswirtschaftlich ist er aber keine Investition, da mit diesem Kauf allein der Kapitalstock nicht wächst, sondern nur, wenn der Verkäufer den Verkaufserlös investiert oder einem Realinvestor – eventuell auf Umwegen über den Kapitalmarkt – zur Verfügung stellt.

Sogar schuldenfinanzierte Ausgaben für Konsum können zu Investitionen führen, wenn sie die Produzenten von Konsumgütern zu einer Ausweitung ihres Kapitalstocks veranlassen. Ausgaben für Bildung können und sollten als Investitionen angesehen werden, obwohl sie in der volkswirtschaftlichen Statistik meist nicht so bewertet werden. Aber sie erhöhen das Wachstumspotenzial einer Wirtschaft ebenso wie der physische Kapitalstock. Im „Growth Accounting“, der analytischen Zerlegung von Wachstum in die Beiträge seiner Treiber, wird daher immer mehr das Augenmerk auf immaterielles Kapital gelegt.

Umgekehrt führt eine Ersparnis, die nicht durch Schulden absorbiert wird, zunächst dazu, dass nicht der gesamte Output verkauft werden kann. Die Statistik erfasst dies etwas euphemistisch als Investition in Lagerbestände. Tatsächlich kommt es dann *ceteris paribus* zu einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts, da in der nächsten Periode die Produktion eingeschränkt wird, von Investitionen zur Kapazitätserweiterung ganz zu schweigen.

In der gegenwärtigen Krise wird häufig von Überschuldung gesprochen. Das Wachstum der Jahre vor 2008 sei auf Schulden gegründet gewesen, die nicht nachhaltig waren, also ohne realistische Aussichten bedient zu werden. Das typische Beispiel sind die Immobilienkredite an amerikanische Haushalte ohne Einkommen, ohne Job und ohne Vermögen. Doch wann sind Schulden zu hoch? Bei einer vermuteten Überschuldung wird meist zwischen Insolvenz und Illiquidität unterschieden:

a) Insolvenz tritt ein, wenn das Vermögen eines Schuldners seine Schulden nicht mehr deckt, im Falle eines Hauskaufes also, wenn der Marktwert des Hauses niedriger ist als die Hypothek. Bei einer Investition (man kann auch ein Haus so bewerten) spricht man von Insolvenz, wenn der Gegenwartswert der künftig zu erwartenden Erträge niedriger als die Schulden ist.

b) Illiquidität besteht, wenn die Einnahmen bzw. Einnahmeüberschüsse (cash flow) nicht mehr ausreichen, den Schuldendienst zu leisten, also insbesondere die Zinsen zu zahlen. Einnahmen können auch aus neuen Krediten bestehen.

Die Übergänge zwischen beiden Überschuldungszuständen sind fließend, da bei Illiquidität aufgrund sinkender Einnahmen auch rasch der Marktwert sinkt, womit Insolvenz eintritt. Und eine vermutete Insolvenz führt meist dazu, dass zumindest eine weitere Kreditvergabe unterbleibt, was zur Illiquidität führen kann, wenn die sonstigen Einnahmen nicht ausreichen.

Zentral sind also die Einnahme(erwartung)en, da sie über den Wert von Vermögen und die Fähigkeit zum Schuldendienst entscheiden. Sie hängen ihrerseits vor allem vom Wachstum ab. In einer wachsenden Wirtschaft rechnen alle mit steigenden Einnahmen, die so auch eine weitere Verschuldung rechtfertigen, die ihrerseits das Wachstum treibt. Dabei können auch die Einnahmen von Akteuren wachsen, die nicht investiert haben. Sie profitieren in einem Wachstumskontext von den positiven Effekten der Investitionen anderer Akteure wie Produktivitätsgewinnen oder Lohnsteigerungen, wenn Arbeitskräfte knapp werden.

Der Finanzsektor vergibt Kredite auf der Grundlage von Ertrags Erwartungen und Sicherheiten der Schuldner. Da die Bewertung von beiden wachstumsabhängig ist, verläuft die Kreditvergabe meist prozyklisch und verstärkt die Konjunkturschwankungen. Noch schlimmer: Da die Kreditwürdigkeit und Liquidität der Banken von der Güte ihrer Aktiva abhängt, erhöhen Euphorie und Panik im Finanzsektor die Volatilität und Krisenanfälligkeit weiter.

## **Wachstum und Schulden in Europa – ein Rückblick**

Das Wachstum in Europa – genauer gesagt: in den Ländern der Europäischen Union (EU) – entsprach nicht den großen Erwartungen der Lissabon-Strategie, die auf dem Hintergrund der relativ guten Jahre 1997–2000 (vgl. Schaubild 1) entstanden war. Besonders die Jahre 2001–2006 waren von schwachem Wachstum, vor allem in der größten Volkswirtschaft Deutschland, geprägt. Die Finanzmarktkrise brachte die Erholungsphase 2006–2007 zu einem jähen Ende. Die erfreuliche, aber letztlich bescheidene Erholung 2010–2011 droht allerdings in eine neue stagnative Phase zu münden.

Dieses volatile und insgesamt schwache Wachstum verteilte sich regional unterschiedlich. Ab 2000 wiesen die peripheren Regionen der EU ein deutlich höheres Wachstum als der Durchschnitt auf (vgl. Schaubild 2). Auch dieser Aufholprozess brach 2007 abrupt ab, wobei die Peripherie einen tieferen Einbruch erlebte als das Zentrum. Die positiven (2001–2007) und negativen (2009) Abweichungen des Ostens vom Süden dürften dabei vor allem den in dieser ungewichteten Durchschnittsbildung überrepräsentierten baltischen Ländern geschuldet sein. Trotzdem hat dieses Wachstum der Peripherie zu einem relativen Abbau der Einkommensunterschiede in der EU beigetragen, was ja ein erklärtes, aber meist verfehltes Ziel der Integration war und ist.

Schaubild 1. Wachstum in Europa 1996–2013 (real in % p.a.)



Quelle: Eurostat; 2011-2013 vorläufig bzw. geschätzt.

Die Ungleichheit der Einkommen in der EU ist dabei sowohl in einer innerstaatlichen und in einer zwischenstaatlichen Perspektive zu sehen. Die innerstaatliche Ungleichheit hat in fast allen Mitgliedstaaten in den letzten 10-20 Jahren zugenommen. Der Anteil der Löhne am BIP sank und die Spreizung der Löhne nahm zu. Wenn die Ungleichheit trotzdem bis 2008 etwas abnahm, dann deswegen, weil die Abstände im Prokopfeinkommen zwischen den Ländern stärker zurückgingen als sie innerhalb der Länder zunahmen. Trotzdem ist die Ungleichheit in der EU – gemessen am Verhältnis des Einkommens des reichsten Fünftels zum ärmsten Fünftel deutlich höher als in anderen großen Volkswirtschaften wie USA, Indien oder China (vgl. Tabelle 1).

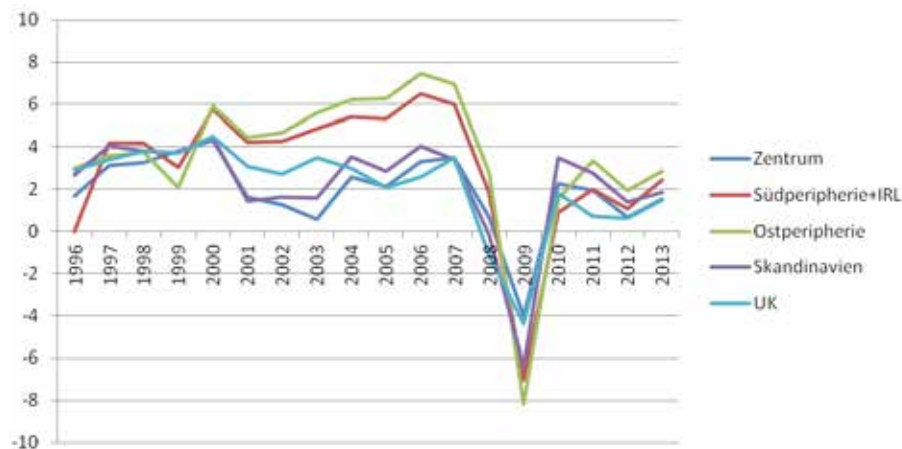
Länder wie Rumänien, Bulgarien oder das Baltikum wuchsen allein zwischen 2004 und 2008 nominal um etwa 30%, während Deutschland dagegen nur 7% und die EU-15, die allerdings auch einige Aufholer wie die Mittelmeerländer einschließt, nur 8% zulegte. Die Prokopfeinkommen der ärmeren Länder verringerten in den zehn Jahren vor 2008 ihren Abstand vom Niveau der EU-15 um etwa 20 Prozentpunkte im Baltikum, der Slowakei und Rumänien und um etwa 10 Prozentpunkte in den anderen Mitgliedstaaten Mittel- und Osteuropas sowie in Griechenland und Spanien. Nur Portugal konnte nicht aufholen, während Irland seine Überholjagd bis 2008 kaum gebremst fortsetzte, obwohl es den EU-15-Durchschnitt schon weit hinter sich gelassen hatte. Die Krise beendete 2008 dieses Zusammenwachsen Europas und führte in Teilen wieder zu einem weiteren Auseinanderfallen. Insbesondere in den Ländern des Baltikums, aber auch in Bulgarien und Rumänien verliefen die Konjunkturerinbrüche zuletzt sogar noch heftiger als in den reicheren Mitgliedstaaten der Union. Es steht zu befürchten, dass die Krise und ihre problematische Verarbeitung die Ungleichheit in der EU wieder verschärfen.

Tabelle 1. Ungleichheit in der EU im internationalen Vergleich

Jahr	EU25		EU27		Indien	China	Russland	USA
	Euro	PPS	Euro	PPS				
								8.42 (2000)
2004			(9.8)	(5.5)	5.61	8.34		
2005	8.85	6.21						
2006	8.07	5.75						
2007	8.05	5.93	11.20	7.23			8.96	
2008	7.58	5.67	10.13	6.79				

Quelle: Für EU 2004: Eurostat und eigene Berechnungen (Dauderstädt 2008<sup>1</sup> für die EU 2005–2008 Eurostat und eigene Berechnungen (Dauderstädt and Kelték<sup>2</sup>); für non-EU: Weltbank.

Schaubild 2. Wachstum in der EU nach Regionen (real % p.a.)



Quelle: Eurostat; ungewichtete Durchschnitte innerhalb der Ländergruppen; Zentrum = D+F+I+B+NL+Lux+A; Südperipherie = GR+E+P+CY+Malta(+IRL); Ostperipherie = CZ+SLK+SLO+HU+PL+EE+LT+LV+RO+BG; Skandinavien = S+DK+FI.

Dieses ungleich verteilte Wachstum wurde durch Schulden angeschoben, wie es nach den eingangs gemachten theoretischen Überlegungen auch sein muss. In einem multinationalen Wirtschaftsraum wie der EU ist es sinnvoll, die Schuldenentwicklung sowohl nach Ländern wie nach Sektoren zu betrachten. Dabei zeigen die Differenzen zwischen Einnahmen und Ausgaben an, inwieweit sich Bereiche verschuldet oder gespart haben.

<sup>1</sup> M. Dauderstädt, *Ungleichheit und sozialer Ausgleich in der erweiterten Europäischen Union*, „Wirtschaftsdienst“ 2008, J. 88, H. 4.

<sup>2</sup> M. Dauderstädt, C. Kelték, *Immeasurable Inequality in the European Union*, „Intereconomics“ 2011, Vol. 46, No. 1, S. 44–51.

Auf Länderebene zeigt die Leistungsbilanz, ob ein Land mehr oder weniger konsumiert und investiert als es produziert. Im ersten Fall weist es ein Defizit in der Leistungsbilanz auf, das durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland finanziert werden muss. Im zweiten Fall des Leistungsbilanzüberschusses exportiert das Land Kapital und baut Forderungen gegenüber dem Ausland auf. Von einer Verschuldung im engen Sinne spricht man in der Regel nur, wenn Kredite aufgenommen (bzw. vergeben) werden. Zahlungen aus dem Ausland wie etwa aus EU-Fonds oder Gastarbeiterüberweisungen sind unbedenkliche Finanzierungsformen, da sie zwar Ersparnisse weiterleiten, aber keine Verschuldung nach sich ziehen.

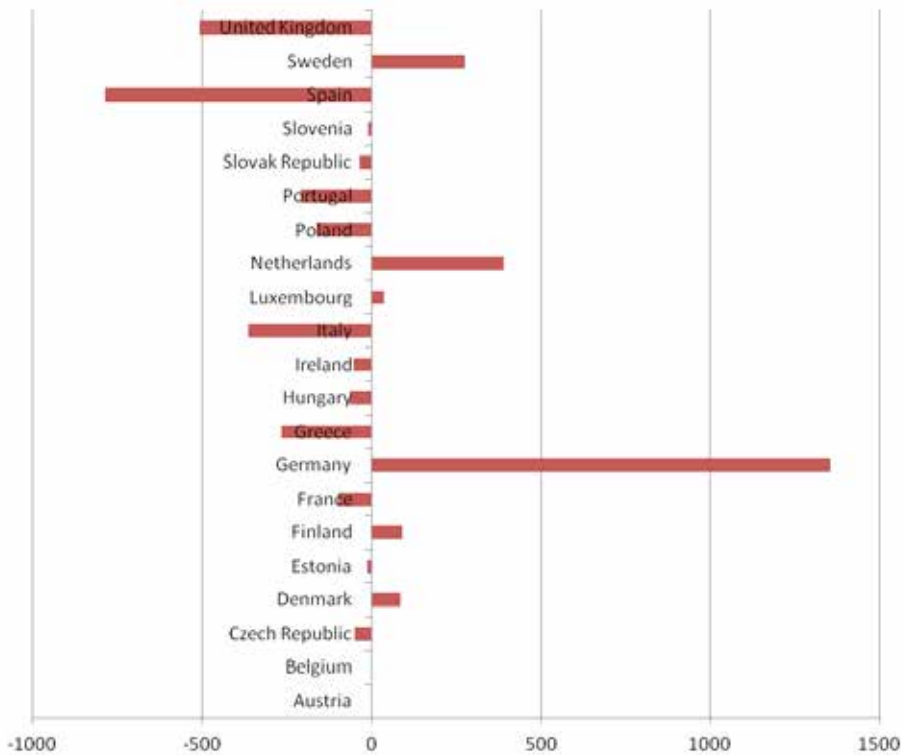
Ein Leistungsbilanzdefizit kann aber auch durch Kapitalzuflüsse finanziert werden, die keine Schuldverhältnisse im engeren Sinne schaffen, wie etwa Direktinvestitionen oder der Verkauf von Vermögensgegenständen. Allerdings stellen diese Investitionen realwirtschaftlich Ansprüche an die Wertschöpfung des Schuldnerlandes dar, die zwar das Risiko der Nichtbedienung mit sich bringen (wie Kredite auch), aber auch eine erhebliche Belastung des Schuldnerlandes darstellen. Ein drastisches Beispiel dafür ist Irland, das sein spektakuläres Wachstum seit den späten 1980er Jahren vor allem durch ausländische Direktinvestitionen finanzierte. In den 1990er Jahren führte dies dazu, dass die Investoren etwa 20% des irischen BIP erhielten. Real drückte sich dieser „Schuldendienst“ in einem Exportüberschuss von teilweise über 20% des BIP aus. Das irische Nationaleinkommen machte auch nur 70–80% des BIP aus, da der Rest Einkommen der ausländischen Investoren darstellte. Würde man diesen Ertragsstrom als Zinsen einer Schuld interpretieren, so entspräche dies bei einem Zinssatz von 5% einer gigantischen Auslandschuld von etwa 400% des BIP.

Die akkumulierten Leistungsbilanzsalden geben die Verschuldung bzw. den Gläubigerstatus eines Landes an. Bei flexiblen Wechselkursen führen länger anhaltende Defizite in der Regel zu einer Abwertung der Währung, wodurch sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessert und die Leistungsbilanz mittelfristig wieder positiv wird. In der Eurozone fiel dieser Mechanismus aus. Stattdessen wirkten reale Wechselkurse in Form unterschiedlicher Inflationsraten und/oder Lohnstückkostenveränderungen. Diese Faktoren verändern sich aber weniger leicht als der nominale Wechselkurs. Daher tendierten die Defizite in der Eurozone dazu, sich langfristig zu verhärten und dadurch immer weiter die Verschuldung der Defizitländer zu erhöhen.

Im Ergebnis schälten sich zwei Ländergruppen in der Eurozone heraus: Die Defizitländer Griechenland, Spanien, Italien, Irland (vor allem 2005–2009), Frankreich und Portugal gaben mehr aus als sie einnahmen, während die Überschussländer Deutschland, Österreich, Niederlande, Finnland und Luxemburg unter ihren Verhältnissen lebten (vgl. Schaubild 3). Außerhalb der Eurozone wiesen Großbritannien und die mittelosteuropäischen Länder Defizite auf, während Schweden und Dänemark zu den Überschussländern zählten. Mit der Zunahme der Leistungsbilanzsalden innerhalb der Eurozone von durchschnittlich 3% Ende der 1990er

Jahre auf über 6% des BIP 2007<sup>3</sup> wuchs auch der Schuldenberg der Defizitländer und das Vermögen der Überschussländer. Dabei sind die meisten Schuldnerländer in der Regel stärker gewachsen als die Überschussländer.

Schaubild 3. Kumulierte Leistungsbilanzen in Europa 2000-2010 (in Milliarden USD)



Quelle: OECD; eigene Berechnungen

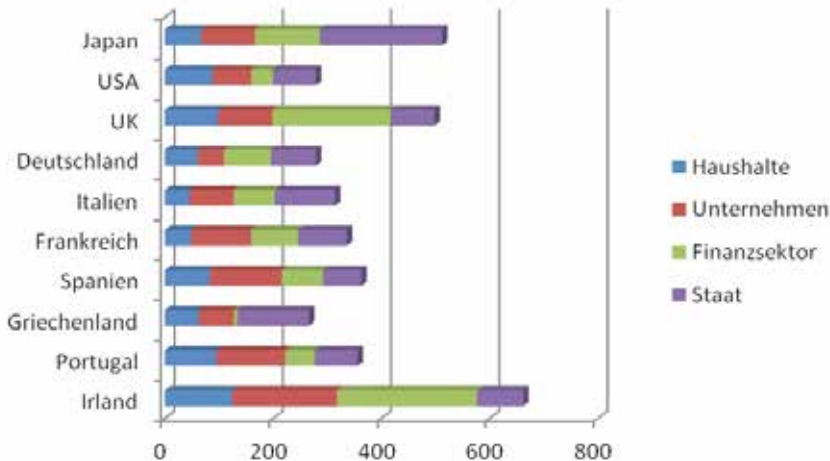
Diese Darstellung betrachtet lediglich ganze Volkswirtschaften als undifferenzierte Einheiten, die Ausgaben und Einnahmen haben und die Differenzen sparen bzw. durch Verschuldung finanzieren. Dahinter verbergen sich aber innerhalb eines jeden Landes entsprechende Bilanzen und Vermögensveränderungen der verschiedenen Wirtschaftssubjekte. Sinnvollerweise fasst man sie zu Sektoren zusammen und betrachtet das Verhalten von Haushalten, Unternehmen und Staat. Der Außensaldo bei Handel und Kapitalströmen ergibt sich dann aus der Konsolidierung der Sektorbilanzen. Entgegen weit verbreiteter Annahmen spiegelt daher die Auslandsposition eines Landes nicht einfach nur die Situation der Staatsfinanzen

<sup>3</sup> S. Dullien, *Ungleichgewichte im Euro-Raum*, „Akuter Handlungsbedarf auch für Deutschland“ 2010, S. 9.



wider. Die Gesamtschuld eines Landes ist nicht mit der Staatsschuld zu verwechseln. Schaubild 4 zeigt die Schuldenstruktur Anfang 2011 nach Sektoren differenziert, wobei es sich um Bruttoschulden ohne intersektorale Saldierung handelt.

Schaubild 4. Sektorale Schuldenstruktur (in% des BIP) 2011



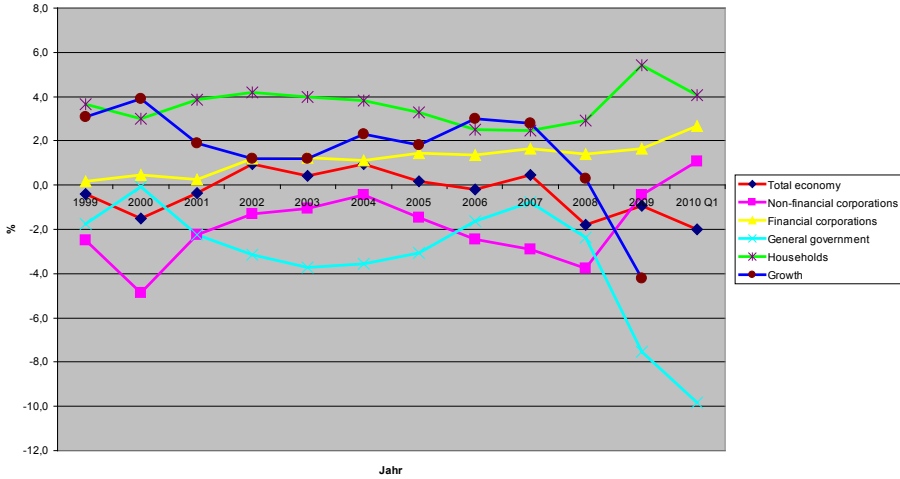
Quelle: McKinsey Global Institute „Debt and Deleveraging: Uneven progress on the path to growth“ 2012

Tatsächlich sind die Leistungsbilanzdefizite und die wachsende Auslandsschuld vieler Euroländer nicht primär auf eine unverantwortlich wachsende Staatsverschuldung zurückzuführen, wie oft unterstellt wurde. Irland und Spanien wiesen bis zur Finanzkrise sogar Überschüsse im Staatshaushalt auf. In anderen Ländern (Italien, Belgien) sank die Staatsverschuldung relativ zum BIP. Selbst in Griechenland oder Portugal reichte das Staatsdefizit nicht aus, um das Gesamtdefizit des Landes zu erklären. Es waren vielmehr vor allem private Haushalte und Unternehmen, die sich verschuldeten und mit ihren Mehrausgaben das Wachstum in der Peripherie anfeuerten. Hintergrund war der Rückgang der Realzinsen in der Peripherie im Zuge der Euroübernahme. Er löste u.a. in Spanien einen Immobilienboom aus. Die Staatsdefizite und damit die Staatsverschuldung wuchsen in den meisten Ländern erst wieder mit der Finanzmarktkrise von 2008.

Auch über die gesamte Eurozone kumuliert wird die Dynamik der eher komplementären Entwicklung von privaten und öffentlichen Verschuldung deutlich. Ein Anwachsen der privaten Verschuldung führt zu Wachstum und damit zu höheren Staatseinnahmen und geringerer Staatsverschuldung. Umgekehrt führt eine Zurückhaltung der privaten Akteure zu Stagnation, Haushaltsdefiziten und höherer Staatsverschuldung. Saldenmechanisch erklärt sich dies auch daraus, dass die private Ersparnis, die ja entweder in höhere private oder öffentliche Verschuldung münden muss, relativ stabil ist (um 4% des BIP) und in Krisenzeiten (2009)

sogar noch ansteigen kann. Schaubild 5 zeigt deutlich, wie die Bilanzen von privaten Unternehmen und Staaten spiegelbildlich verlaufen und wie sich die Staatskurve parallel zum Wachstum entwickelt.

Schaubild 5. Sektorbilanzen in der Eurozone 1999–2010 (in % des BIP)



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.

Zwischen der volkswirtschaftlichen Außenbilanz und der inneren Einkommensverteilung gibt es noch einen weiteren wichtigen Zusammenhang, der dafür sorgt, dass monetäre Bilanz (Sparen-Investieren) und reale Bilanz (Exporte-Importe) sich decken: Im Überschussland Deutschland blieben die Löhne hinter der Produktivität zurück. Dadurch sanken die Lohnstückkosten und die Inflationsrate mit der Folge höherer preislicher Wettbewerbsfähigkeit und steigender Exporte. Die höheren Einkommen fielen überwiegend auf der Kapitalsseite an (vgl. oben zur Einkommensverteilung), wo sie zum großen Teil gespart und im Ausland angelegt wurden. In den Defizitländern stieg dagegen die Inflation und oft auch die Löhne (jedenfalls nicht weniger als die Produktivität), wodurch die Lohnstückkosten schneller als in Deutschland stiegen und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit mit der Folge steigender Leistungsbilanzdefizite abnahm. Relativ hohes Wachstum der Nominaleinkommen bei niedrigen Zinsen ließ eine stärkere Verschuldung risikolos erscheinen.

Für die Eurozone als ganze spielt der Außenbeitrag eine relativ geringe Rolle. Wie die Linie in Schaubild 5 zeigt, bewegte sich der Auslandssaldo immer unter 2% des BIP und schwankte auch um den Ausgleich, so dass sich weder große Forderungsbestände noch Schulden aufbauten. Bemerkenswert ist die wachsende Ersparnis des Finanzsektors selbst (Linie in Schaubild 5), der normalerweise eine

neutrale Position einnimmt (Forderungen = Verbindlichkeiten), aber seit 2001 ein ständig steigendes Vermögen aufgebaut hat.

### **Von der Finanzmarktkrise zur Staatsschuldenkrise (und zurück?)**

Die Finanzmarktkrise von 2008 deutete sich schon länger als Immobilienblase in den USA an. Ihre verheerende weltweite Wirkung entfaltete sie aber dadurch, dass einmal die mit dieser Vermögenspreisinflation verbundenen Risiken international im globalen Finanzsystem verteilt waren und zweitens die US-Regierung mit Lehman Brothers einen systemisch wichtigen Akteur zusammenbrechen ließ. Damit stürzten die Vertrauensbasis und das darauf ruhende Kartenhaus gegenseitiger Forderungen zusammen. Weltweit mussten die Regierungen Banken retten, deren Vermögensbestände garantieren und die Zentralbanken mussten den Banken Liquidität bereitstellen, die Zinsen senken und den kollabierten Interbankenmarkt ersetzen.

Auch in Europa waren die Banken massiv betroffen. In Deutschland brauchten viele Landesbanken und auch einzelne Geschäftsbanken (Commerzbank) Staatshilfen. Die Hypo Real Estate Bank musste sogar verstaatlicht werden. Dexia in Frankreich/Belgien und britische Banken (z.B. Royal Bank of Scotland) konnten auch nur dank staatlicher Unterstützung einen Bankrott vermeiden. Mit am stärksten waren die irischen Banken (Anglo Irish) betroffen, für die der irische Staat eine vollständige (und vielleicht voreilige) Garantieerklärung abgab.

Ausgehend von der Finanzmarktkrise kam es zu einer realwirtschaftlichen Rezession, da auch der Kreditstrom an die Haushalte und Unternehmen einbrach. Der Welthandel schrumpfte massiv, was vor allem exportstarke Länder wie Deutschland traf. Die vor der Krise stark angestiegenen Rohstoffpreise sanken deutlich, was zwar den Verbrauchern etwas Luft verschaffte, aber auch die Nachfrage seitens der rohstoffexportierenden Länder einbrechen ließ. Die Investitionstätigkeit ließ spürbar nach. In den meisten Ländern Europas stieg die Arbeitslosigkeit (im EU-Durchschnitt von 7,6% 2008 auf 10,1% 2010).

Die Aktienmärkte reagierten mit kräftigen Kursrückgängen, vor allem bei Bankaktien, was die Vermögenswerte schrumpfen ließ. Die Vermögensbesitzer reagierten darauf häufig mit verstärktem Sparen, das die Nachfrage weiter schwächte. Staatsanleihen wurden zunächst als sichere Finanztitel gesucht, so dass ihre Renditen im Herbst 2008 stark sanken. Die Regierungen hatten nun nicht nur ihre Banken zu retten, sondern auch eine schwere globale Rezession zu bekämpfen. Sie taten dies teils automatisch durch geringere Steuereinnahmen und höhere Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung, teils durch zusätzliche Konjunkturprogramme.

Im Ergebnis nahm die Staatsverschuldung in fast allen EU-Staaten stark zu (von durchschnittlich 60 auf 80% des BIP bzw. 66 auf 85% des BIP in der Eurozone; vgl. Tabelle 2). Der Staat löste dabei den Privatsektor als Schuldner ab und verschaffte so den Vermögensbesitzern, die ihren privaten Schuldnern nicht

vertrauten, eine Ersatzanlagemöglichkeit für ihre Ersparnisse. In dem Maße wie die neuen Schulden aus der Übernahme „toxischer“ Bankschulden resultierten, vollzog sich der Schuldneraustausch sogar direkt. Während alle anderen inländischen Sektoren sparten, blieb nur der Staat und in kleinerem Umfang das Ausland als Schuldner übrig (vgl. Schaubild 4; Wert für 2010).

Tabelle 2. Öffentlicher Bruttoschuldenstand (in % des BIP)

Land/Region)	2007	2010
EU (27 Länder)	59	80,1
Euroraum (17 Länder)	66,3	85,3
Belgien	84,1	96,2
Bulgarien	17,2	16,3
Tschechische Republik	27,9	37,6
Dänemark	27,5	43,7
Deutschland	65,2	83,2
Estland	3,7	6,7
Irland	24,8	92,5
Griechenland	107,4	144,9
Spanien	36,2	61
Frankreich	64,2	82,3
Italien	103,1	118,4
Zypern	58,8	61,5
Lettland	9	44,7
Litauen	16,8	38
Luxemburg	6,7	19,1
Ungarn	67	81,3
Malta	62,1	69
Niederlande	45,3	62,9
Österreich	60,2	71,8
Polen	45	54,9
Portugal	68,3	93,3
Rumänien	12,8	31
Slowenien	23,1	38,8
Slowakei	29,6	41
Finnland	35,2	48,3
Schweden	40,2	39,7
Vereinigtes Königreich	44,4	79,9

Quelle: Eurostat.

Das Wachstum sprang dank dieses keynesianischen Impulses, der sich ja nicht auf Europa beschränkte, sondern weltweit implementiert wurde, wieder an. Eine globale große Depression wurde vermieden; die große Rezession fiel zunächst kurz und V-förmig aus (vgl. Tabelle 3). 2010 waren die Haushaltsdefizite schon etwas niedriger als 2009. Trotzdem kam es 2010 zum Ausbruch der so genannten „Eurokrise“, als die Gläubiger insbesondere der griechischen Staatsschulden aufgrund beunruhigender Enthüllungen über den wahren Zustand der griechischen Finanzen in Panik gerieten. Tatsächlich gab es keine Eurokrise in dem Sinne, dass der innere (also die Kaufkraft) oder der äußere Wert (also der Wechselkurs) des Euro in Gefahr gewesen wären. Weder stieg die Inflation, noch kam es zu einer nennenswerten Abwertung.

Tabelle 3. Wachstum in Europa während der großen Rezession (2000=100)

Region	2007	2008	2009	2010
Europäische Union (27 Länder)	116,3	116,8	111,8	113,9
Euroraum (17 Länder)	114,2	114,6	109,8	111,8

Quelle: Eurostat.

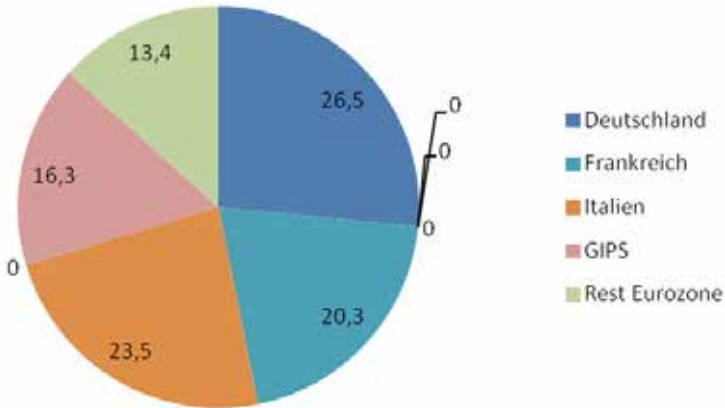
Vielmehr entwickelte sich eine Staatsschuldenkrise, die rasch weitere Länder der Eurozone, insbesondere Irland, Portugal und Spanien sowie tendenziell auch Italien erfasste. Ratingagenturen stuften die Kreditwürdigkeit vieler Euroländer herab und drohten damit, auch alle anderen Länder der Eurozone schlechter zu bewerten, wenn es zu einer gegenseitigen Schuldenhaftung käme. Die Renditen der Staatsanleihen der betroffenen Länder nahmen stark zu, was ihre Refinanzierung bei Fälligkeit verteuerte und erschwerte. Der Preis für Kreditausfallversicherungen (CDS=Credit Default Swaps) stieg ebenfalls deutlich an.

Das Gesamtvolumen der Staatsschulden der Eurozone betrug 2010 7,8 Billionen €, nachdem es 2007 noch knapp 6 Billionen € betragen hatte. Der größte Schuldner ist Deutschland mit 26,5% der Staatsschulden der Eurozone (vgl. Schaubild 6). Es folgen Italien mit 23,5% und Frankreich mit 20,3%. Die Krisenländer Griechenland, Irland, Portugal und Spanien (GIPS) haben zusammen gerade 16,3% (aber mit stärkerem Aufwärtstrend), während der Rest von 13,4% auf kleinere Länder (Benelux, Österreich, Slowenien, Slowakei) entfällt.

Diese Staatsgläubigerpanik hatte offenbar nur wenig mit der Staatsschuldentwicklung selbst zu tun. Andere Länder (z.B. USA, UK, Japan) hatten ähnlich hohe oder höhere Schuldenstände, ohne von der Krise betroffen zu sein. Die eigentliche Ursache lag in der Konstruktion der Europäischen Währungsunion, der für die Euroländer keinen „lender of last resort“ vorsah. Bei Ausbruch der Krise im Mai 2010 hätten die EZB und die Gemeinschaft der Euroländer eine klare und unbegrenzte Garantie für alle Staatsschulden der Eurozone abgeben müssen,

die jede weitere Panik und Spekulation im Keim erstickt hätte. Die Zurückhaltung Deutschlands und – in abgeschwächter Form – der EZB sowie die Drohung einer Privatgläubigerbeteiligung (PSI=Private Sector Involvement) führten dazu, dass die Finanzmärkte einen Staatsbankrott und einen möglichen Austritt eines Landes aus der Eurozone nie völlig ausschließen konnten.

Schaubild 6. Verteilung der Staatsschulden der Eurozone 2010



Quelle: Eurostat; eigene Berechnungen.

Die halbherzigen Versuche, durch immer größere Rettungsschirme und Aufkäufe von Staatsanleihen durch die EZB auf den Sekundärmärkten die Panik zu beenden, misslangen alle nach kurzer Zeit. Auch die langfristiger angelegten Neukonstruktionen eines europäischen Währungsfonds verbunden mit einer Schuldenbremse für alle Eurostaaten haben die Märkte nicht beruhigt, zumal ihre vertragliche und praktische Umsetzung noch offen ist. Die einzig faktisch durchgesetzte Politik, die Schuldnerländer zu einem strengen Sparkurs zu zwingen, hat deren Wachstum massiv gebremst und so die Schuldenstandsquoten erhöht (da das BIP, also der Nenner, schneller abnahm als die Schulden im Zähler, die eher noch zunahmen).

Neben der Austeritätspolitik war es auch das Management der Staatsschuldenkrise selbst, dass das Wachstum schwächte. Staatsschuldpapiere waren lange Zeit der sichere, risikofreie Kern der Bankbilanzen, der auch aus Sicht der Bankenaufsicht und Zentralbank keine Vorsorge braucht und als Haftung für Zentralbankkredite diente. Mit der Entsicherung und Entwertung der Staatsschuld, die sich in immer schlechteren Ratings ausdrückte, droht ein Teufelskreis: Die Banken müssen ihre Bestände an Staatsschulden auf der Aktivseite nominal durch Bewertung zu Marktwerten oder durch Verkauf reduzieren, was ihre Kreditwürdigkeit

schwächt. Ähnlich wie in der ersten Finanzmarktkrise senken sie ihr Kreditangebot an den Privatsektor, was das Wachstum weiter schwächt. Im Ergebnis gingen die Wachstumsprognosen für die Eurozone im Laufe des Jahres immer weiter zurück: von 2,4% im Februar auf 1,4% im August)<sup>4</sup>. Geringeres Wachstum wiederum bedeutet geringere Staatseinnahmen, Verschlechterung der Staatsfinanzen, weiterer Wertverfall der Staatsschulden und somit wieder eine Schwächung der Aktivseite der Bankbilanzen. Damit fängt der Teufelskreis von vorn an, da die folgende Kreditklemme das Wachstum der Realwirtschaft bremst.

### **Unterm Strich null: Schulden und Vermögen**

In der Krise gelten die Schulden als die Ursache allen Übels: Die Schulden der Haushalte, die Immobilien erwarben (vor allem in USA, Spanien, Irland, UK) oder auch mehr konsumierten als sie verdienten; die Schulden der Finanzinstitute, die Kredite aufnahmen und vergaben, um auf der Basis einer immer längeren Bilanz ihre Eigenkapitalrendite nach oben zu treiben; zuletzt die Staatsschulden, obwohl sie zum großen Teil nur dazu dienten, die Krisenfolgen zu bekämpfen. Die Bruttoschulden (also ohne Saldierung) erreichen erhebliche Werte. In Westeuropa betragen sie etwa 400% vom BIP, davon 17% (also 68% des BIP) Aktienkapital (stock market capitalization), 18% Staatsschulden (also etwa 72% des BIP), 29% Anleihen von Finanzinstitutionen (116% des BIP), 5% Unternehmensanleihen (20% des BIP) und 32% Kredite (128% des BIP).<sup>5</sup> Die Nettowerte, die Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb von Sektoren saldieren, dürften deutlich niedriger bei etwa 200% des BIP liegen.

Aus der Betrachtung ausgeblendet bleiben meist die diesen Schulden gegenüberstehenden Vermögen. Sie gehören den Haushalten, vor allem den reichen Haushalten, die über den Löwenanteil der Vermögen verfügen. In Deutschland halten die 10% der reichsten Haushalte etwa 80% des Geldvermögens. Die Zahlen für Europa als Ganzes dürften kaum eine geringere Vermögenskonzentration aufweisen. Tabelle 4 zeigt, dass etwa 3 Millionen Individuen (also weniger als 1% der westeuropäischen Bevölkerung) etwa 7 Billionen € besitzen.

Tabelle 4. Die Superreichen Westeuropas

Jahr	2006	2007	2008	2009
Zahl (in Mio)	3,0	3,1	2,6	3,0
Vermögen (in Billionen USD)	10,1	10,7	8,3	9,5

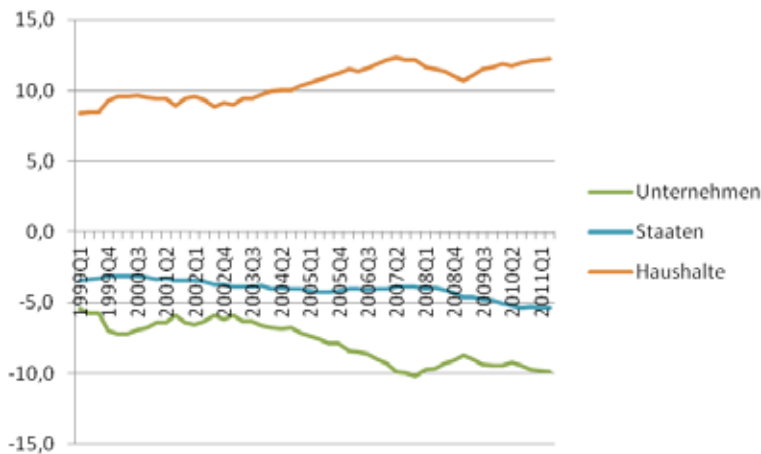
Quelle: World Wealth Report 2010 (Capgemini/Merrill Lynch 2010).

<sup>4</sup> „Handelsblatt“ 2012, Vol. 4, No. 1, S. 14–15.

<sup>5</sup> McKinsey & Company, „Mapping Global Capital Markets“ 2011.

Die EZB weist für die Eurozone einen Nettovermögensbestand der Haushalte in Höhe von durchschnittlich 10 Billionen € aus. Ähnlich wie die Daten aus Tabelle 4 zeigen sie einen Anstieg bis 2007, einen Einbruch in der Krise und einen Wiederanstieg im Jahr 2009, der sich 2010 fortgesetzt haben dürfte, wenn man globalen Daten der Vermögensentwicklung<sup>6</sup> folgt. Dieses Vermögen besteht aus Forderungen an Unternehmen und Staaten, teils direkt, teils vermittelt über Finanzinstitutionen wie Banken und Versicherungen. Der Einbruch in der Krise besteht überwiegend aus Kursverlusten bei Aktien, zum geringeren Teil vielleicht aus Insolvenzen, wogegen jedoch die anschließende Erholung spricht (Vgl. Schaubild 7). Weltweit ist die das Nettogeldvermögen aller Sektoren definitionsgemäß null, da sich Forderungen (Vermögen) und Verbindlichkeiten (Schulden) gegenseitig aufheben. Für eine Region wie die EU oder ein Land kann es positiv oder negativ sein (vgl. auch oben 1. Abschnitt). Allerdings dürfe das Nettoauslandsvermögen der EU als auch der Eurozone eher relativ (im Verhältnis zum BIP) klein sein.

Schaubild 7. Nettovermögensbestände in der Eurozone (in Billionen €)



Quelle: EZB.

Aus der Nullbilanz folgt, dass ein Abbau der Schulden, wie er heute gefordert wird, nur erfolgen kann, wenn die Schuldner wieder zahlungsfähig werden, indem sie mehr einnehmen als sie ausgeben, also sparen. Spiegelbildlich müssen die Vermögensbesitzer entsparen. Ein Ausgleich zwischen Schuldner und Gläubigern kann nur über die folgenden vier Optionen erfolgen:

1) Anders verteiltes reales Wachstum: Die Schuldner können ihre Einnahmen stärker erhöhen als ihre Ausgaben und so sparen oder zumindest den Schuldendienst leisten. Spiegelbildlich müssen die Gläubiger mehr ausgeben, um von den Schuld-

<sup>6</sup> *Ibidem.*



nern Güter oder Dienstleistungen zu erwerben, in dem sie höhere Mengen abnehmen und/oder höhere Preise (Option 2) akzeptieren.

2) Nominales Wachstum bzw. Inflationierung: Die Einnahmen der Schuldner steigen vor allem durch höhere Preise für die von ihnen angebotenen Waren und Dienstleistungen. Soweit auch noch höhere Mengen hinzukommen, ist es eine Kombination mit dem ersten Weg. Im Kern läuft es auf eine reale Entschuldung durch Inflation hinaus.

3) Anders verteiltes reales Schrumpfen: Die Schuldner sparen stärker, aber indem sie weniger ausgeben. Die Gläubiger, soweit sie an die Schuldner Güter oder Dienstleistungen verkaufen, nehmen spiegelbildlich weniger ein. Ein derartiges einseitiges Sparen, dem keine höheren Ausgaben der Gläubiger gegenüberstehen, lässt Nachfrage, Wachstum und Beschäftigung schrumpfen und führt wahrscheinlich auch zu Insolvenzen (4. Option).

4) Die Insolvenz der überschuldeten Marktteilnehmer entbindet die Schuldner von weiteren Zahlungen, womit allerdings gleichzeitig die Schulden und die Vermögen der Gläubiger entwertet werden. In die gleiche Richtung wirken Berichtigungen von Buchwerten, die Vermögen entwerten, ohne dass damit eine Insolvenz verbunden sein muss.

Angesichts der Verteilung von Vermögen und Schulden (vgl. Schaubild 6) geht es in der gegenwärtigen Krise primär darum, dass der Staat entweder seinen Schuldenstand abbaut oder zumindest seine Einkommenssituation so verbessert, dass er sich zu tragfähigen Bedingungen refinanzieren kann. Der Unternehmenssektor ist zwar auch Nettoschuldner, steht aber als Sektor nicht unter einem Zwang zum Schuldenabbau. Im Gegenteil: Seine zusätzliche Verschuldung, um Investitionen zu finanzieren, ist eine wichtige Bedingung für weiteres Wachstum. Auf der Gläubigerseite müssen die Haushalte ihre Ersparnis abbauen und mehr an den Staat zahlen, sei es direkt oder auf dem Umweg über den Unternehmenssektor.

Im Lichte der oben genannten vier Grundoptionen bedeuten die Optionen 1 und 2 für den Staat als Schuldner höhere Steuereinnahmen, am besten im Zuge höheren (nominellen) Wachstums der Volkswirtschaft und vorzugsweise durch Belastung der Vermögensbesitzer. Versucht er seine Ausgaben zu kürzen (Option 3), so sinken die Einnahmen anderer Sektoren, die dann ihrerseits entweder ihre Ausgaben kürzen oder andere Einnahmen erhöhen müssen, wenn sie sich nicht verschulden sollen. Die Vermögensbesitzer müssten dann vor allem mehr Güter und Dienstleistungen der Unternehmen und eventuell auch der ärmeren Haushalte kaufen, wenn sie nicht ihre bisher dem Staat geliehenen Mittel diesen Sektoren leihen wollen.

Die vermögenden Haushalte als Gläubiger müssten entsparen, also ihr Vermögen verringern und ihre Ausgaben erhöhen, um wieder Wachstum (Option 1) zu erzeugen. Option 2 (Inflationierung) würde dagegen die Vermögen real entwerten und die Vermögensbesitzer dazu anreizen, mehr Geld auszugeben. Sie träfe aber auch die ärmeren Haushalte, soweit die Preissteigerung nicht auf Luxusgüter

beschränkt bliebe oder deren Einkommen schneller als die Preise steigen. Die Optionen 3 und 4 ergeben sich aus der Konsum- und Investitionszurückhaltung der reichen Haushalte. Wenn diese nicht „freiwillig“ mehr ausgeben, verbleibt nur eine stärkere Besteuerung der Vermögensbesitzer oder eine Vermögensabgabe. Die Vermögensbesitzer würden dabei im Ergebnis nicht schlechter abschneiden als bei Option 3, bei der ihre Renditen sinken, oder Option 4, bei der ihr Vermögen schrumpft.

Die beste Lösung ist die erste Wachstumsoption, wobei ein bestimmtes Maß an Inflation (zweite Option) wahrscheinlich unvermeidlich und in Grenzen wünschenswert ist, um Knappheiten und Investitionschancen zu signalisieren. Dieses nominale Wachstum würde die Ersparnis der Haushalte wieder stärker an die Unternehmen lenken, wodurch die Faktoreinkommen steigen, die ihrerseits das Steueraufkommen erhöhen. Die dritte und vierte Option sind dagegen besonders problematisch, da sie das Wachstum gefährden. Die Wirtschaftspolitik sollte vor allem versuchen, die dritte Option zu vermeiden. Die Insolvenz als vierter Weg ist als Globallösung gefährlich, da sie weitere Kredite zumindest verteuert, wenn nicht gar blockiert. Bei den Staatschulden hat die Drohung, private Gläubiger zu beteiligen, mit dazu beigetragen, ihr Rating zu ruinieren und die Refinanzierung zu erschweren und zu verteuern.

### **Durch Wachstumspolitik aus den Schulden**

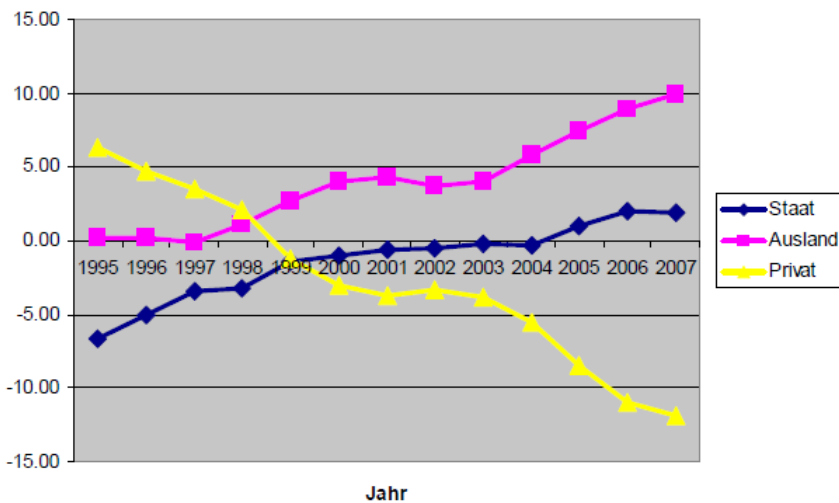
Die Schuldenproblematik in Europa resultiert nicht nur aus der Bereitschaft der Staaten, als Schuldner der letzten Instanz bereit zu stehen. Die andere Dimension ist die Verschuldung bestimmter Länder, die aus der Anhäufung von Zahlungsbilanzdefiziten resultiert (vgl. oben Schaubild 3). Auch für deren Korrektur gelten die grundsätzlichen Optionen aus dem vorherigen Abschnitt. Um das verlorene Gleichgewicht ohne Insolvenz herzustellen, müssen in Zukunft Überschüsse bei den Schuldnerländern und Defizite bei den Gläubigerstaaten anfallen. Senken dazu die Defizitländer ihre Ausgaben (z.B. Griechenland seine Militärausgaben, mit denen es Rüstungsimporte aus Deutschland finanziert), so leiden die Empfänger (in diesem Fall deutsche Rüstungsunternehmen). Der bessere Weg ist ein Wachstumsprozess, bei dem vor allem die Überschussländer mehr nachfragen.

Wenn Deutschland und/oder andere Gläubigerstaaten ihre Ausgaben erhöhen, ist es für den internationalen Ausgleich zunächst gleichgültig, ob dies dort der Staat, die Unternehmen oder die privaten Haushalte tun. Aber wenn es um den Abbau von Vermögen, also angehäufter Ersparnisse, geht, so kommen wohl vor allem die Haushalte in Frage, da der Staat und der (nicht-finanzielle) Unternehmenssektor in der Regel schon Nettoschuldner sind. Der Unternehmenssektor könnte und sollte aber seine Verschuldung erhöhen, um seine Ausgabensteigerungen zu finanzieren. Die notwendigen und optimalen komplementären Wachstum-

spfade für die Gläubiger- und Schuldnerstaaten lassen sich am besten am Beispiel Deutschlands und Spaniens vor der Krise zeigen.

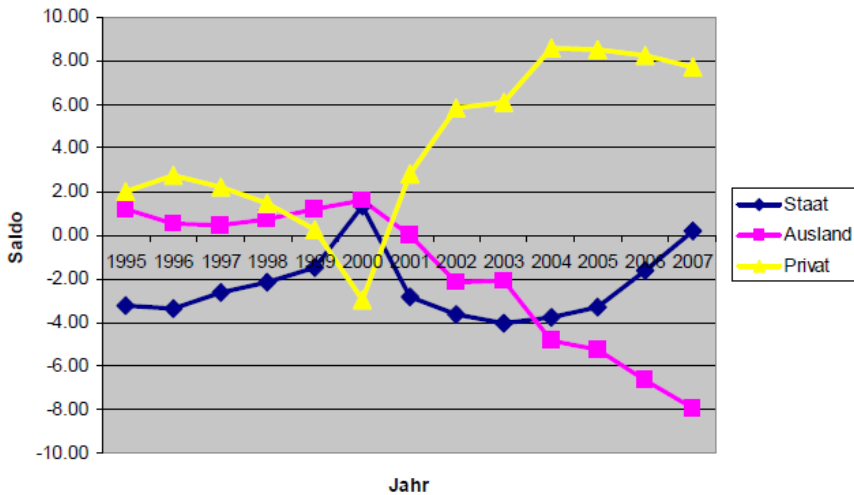
Gläubigerstaaten, allen voran Deutschland müssten einen Wachstumskurs verfolgen, wie ihn Spanien bis 2007 (vgl. Schaubild 8) vollzog. Der Privatsektor verschuldete sich so stark, dass sowohl der Staat als auch das Ausland Einnahmeüberschüsse erzielen konnten. Für Deutschland hieße das, dass die hohe Staatsverschuldung sinken würde und die Importe stark ansteigen würden. Die dann entstehenden Leistungsbilanzdefizite würden bei den Handelspartnern zu spiegelbildlichen Überschüssen führen. Sicher wäre es wenig sinnvoll, in Deutschland den spekulativen spanischen Immobilienboom zu wiederholen. Das Wachstum sollte sich nur partiell auf den Bausektor stützen, obwohl auch dort ein Nachholbedarf besteht (die deutschen Hauspreise stagnieren seit etwa 1995). Wichtigere Wachstumfelder wären der Energiesektor und soziale Dienste wie Bildung, Pflege und Gesundheit.

Schaubild 8. Der spanische Wachstumspfad 1995–2007 (Angaben in % des BIP)



Der deutsche Wachstumsprozess (Schaubild 9) ist nur außenwirtschaftlich ein Vorbild für Defizitländer. Binnenwirtschaftlich wäre es besser, wenn die Einnahmeüberschüsse des Staates, die in Deutschland gering und selten waren, höher ausfielen und dafür die Ersparnis des Privatsektors, vor allem der Unternehmen, geringer bliebe. Denn auch in den Defizitländern müssen die Unternehmen investieren, um die Exportproduktion zu stärken.

Schaubild 9. Der deutsche Wachstumspfad 1995–2007 (Angaben in % des BIP)



Wie soll in Europa Wachstum zustande kommen? Die in Deutschland vorherrschende Meinung setzt auf Wettbewerbsfähigkeit. Die Eurozone soll(te) wie Deutschland versuchen, ihre Arbeitslosigkeit zu exportieren. Aber große Exportüberschüsse sind ein sinnloses Konzept für einen Wirtschaftsraum dieser Größenordnung. Sie setzen immer andere große Märkte voraus, die bereit sein müssten, entsprechende Importüberschüsse zu tolerieren. Wäre dies der einzige Weg zu Wachstum, müsste die globale Ökonomie mangels interplanetarer Exportmöglichkeiten stagnieren.

Offensichtlich kann und muss die Nachfrage vor allem aus dem Euroraum selbst kommen. Sie müsste sich nur auf andere Sektoren (statt auf Immobilien) richten, in denen eine nachhaltigere und kaufkräftige Nachfrage besteht. Höhere Löhne würden die Nachfrage für mehr privaten Konsum und – auf dem Umweg über das höhere Steuer- und Abgabenaufkommen - für mehr öffentlichen Konsum an Bildung, Gesundheit und Infrastruktur alimentieren. Der sollte aber weniger aus Schulden als aus Steuern finanziert werden, wozu die Vermögen einen überproportionalen Beitrag leisten sollten. Maßnahmen zur Erhöhung der Lohnquote und Senkung der Lohnspreizung (z.B. gesetzliche Mindestlöhne, hohe öffentliche Beschäftigung, Stärkung der Gewerkschaften) würden dafür sorgen, dass die Einkommen der ärmeren Bevölkerungsgruppen, die bekanntlich weniger gespart werden, schneller steigen.

Aber auch dieses binnenmarktorientierte Wachstum braucht Investitionen in die Realwirtschaft, die auch der wichtigste Kanal zum Recycling der Ersparnisse sind, die u.a. in Form von Staatspapieren gehalten werden. Dazu müssen vor allem die (Real-)Zinsen niedriger sein als die Erträge der realen Investitionen. Eine etwas höhere Inflation, wie sie etwa Olivier Blanchard, der Chefökonom des IWF, vor-

geschlagen hat<sup>7</sup>, würde die verschiedenen Anpassungsprozesse erleichtern, da sie reine Finanzinvestitionen real entwertet und die nominalen Erträge steigert. Sollte dies eine Abwertung des Euro auslösen, würde die Nachfrage zusätzlich auf das eigene Angebot gelenkt und die Beschäftigung erhöht.

Die EZB sollte also von einem Inflationsziel auf ein Ziel des nominalen BIP-Wachstums in der Größenordnung von 4-6% umschwenken, das am besten einen hohen Realteil aufweisen sollte. Aber im Falle geringen realen Wachstums oder gar einer Schrumpfung, sollte auch eine höhere Inflation toleriert bzw. sogar angestrebt werden. So würde der europäische Wohlstand tatsächlich steigen. Das Konzept, sich gegenseitig bei den Löhnen immer weiter zu unterbieten, bringt nur Umverteilung zugunsten der Reichen ohne Wachstum. Es ist die sinnlose Wiederholung des in der Krise gescheiterten deutschen Versuchs, sich am Schopf der Partner aus dem Sumpf zu ziehen.

### **Die Allokation der Kredite durch Markt und Staat**

Die bisherige Analyse hat sich auf die fundamentalen Ungleichgewichte zwischen Schuldnern und Gläubigern, zwischen Ländern und Sektoren sowie zwischen Einkommensgruppen konzentriert. Der Finanzsektor blieb dabei relativ aus der Betrachtung, obwohl er offensichtlich eine zentrale Rolle sowohl bei der Entstehung als auch bei der Entwicklung der Ungleichgewichte spielt. Nicht zuletzt war es die Krise des Finanzmarktes, die das Ende des ungleichgewichtigen Wachstums herbeiführte. Die Finanzmärkte und ihre Akteure (Banken, Fonds etc.) haben einerseits manisch Kredite verschleudert, andererseits panisch Schuldner in die Krise gestürzt. Eine Reform muss entsprechend einerseits darauf zielen, die Kreditvergabe risikobewusster zu gestalten, andererseits den Kanal von Sparern/Gläubigern zu Investoren/Schuldnern offen halten. Viele der berechtigten Vorschläge, die Finanzmärkte zu zähmen und sicherer zu machen (z.B. hohe Eigenkapitalanforderungen an Banken), drohen leider eine Kreditklemme herbeizuführen.

Im Folgenden soll für drei zentrale Schuldnergruppen (Staaten, Realwirtschaft und ärmere Defizitländer) geprüft werden, wie eine optimale Kreditversorgung ausgestaltet werden könnte und sollte:

a) Staaten: Die Staatsschulden der Eurozone sollten nicht Spielball und Spekulationsobjekt der Finanzmärkte sein. Für Banken und Versicherungen sollten sie eine risikofreie Geldanlage bilden. Staaten müssen in der Lage bleiben, sich zu verschulden, um die Nachfrage zu stabilisieren. Um dies sicherzustellen, sollte die EZB entweder direkt als lender of last resort auftreten oder ein Europäischer Währungsfonds (EMF) geschaffen werden, der diese Funktion erfüllt und der wie eine Bank sowohl von der EZB mit Liquidität versorgt als auch von der gesamten Sta-

---

<sup>7</sup> Vgl. O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note (SPN 10/03), Washington DC 2010.

atengemeinschaft der Eurozone gemeinsam garantiert wird. Eine Disziplinierung verschuldeter Staaten sollte politisch und nicht über den Markt erfolgen. Dass dies möglich ist, zeigen erfolgreiche Konsolidierungen ohne Zinsdruck in Belgien, Irland und Italien bis 2008. Ansonsten kann auch die EZB oder ein EMF durch die Wahl des Kurses, zu dem sie Staatsschuldbriefe aufkaufen, Warnsignale setzen.

b) Realwirtschaft: Investitionen, die Arbeitsplätze schaffen, die Produktivität steigern oder langlebige Konsumgüter finanzieren, schaffen Wachstum und sollten in der Regel das notwendige Kapital erhalten. In einem Umfeld mit stetigem Nominalwachstum ist auch der Schuldendienst dafür kein großes Problem. Niedrige Realzinsen führen auch dazu, dass sich leichter Investoren finden, da die Realrendite der Investitionen den Zinssatz übersteigt. Das Problem sind die einzelwirtschaftlichen Risiken. Sie sollten nicht zu weit und unübersichtlich gestreut werden. Gläubiger und Kreditgeber (Banken etc.) sollten wissen, dass und wofür sie haften, und dieser Haftung nicht vollständig ausweichen können. Dazu sollten Finanzprodukte, die Risiken verschleiern und sich immer weiter von den primären Kreditbeziehungen entfernen, streng reglementiert werden. Kurzfristige spekulative Finanztransaktionen sollten steuerlich gegenüber langfristigen, realwirtschaftlichen Investitionen benachteiligt werden.

c) Aufholende Länder: Europa ist immer noch von erheblichen Einkommensunterschieden geprägt. Sie signalisieren einen relativ geringen Entwicklungsstand der ärmeren Länder und eine niedrigere Produktivität, die auf einer schwächeren Kapitalausstattung beruht. Der Aufbau des Kapitalstocks dort sollte höhere Grenzerträge als in reicheren Ländern versprechen. Dabei ist ein Aufholprozess ohne reale Aufwertung der Währung des aufholenden Landes kaum möglich. Das höhere Wachstum resultiert aus Produktivitätssteigerungen, an denen auch die Einkommen in den Sektoren ohne nennenswerte Produktivitätszuwächse (z.B. viele Dienstleistungen) teilhaben sollten, was nur durch entsprechende Preissteigerungen für ihre Leistungen möglich ist (Balassa-Samuelson-Effekt). Problematisch wird es, wenn die reale Aufwertung über das Ziel hinausschießt, wofür dauerhaft hohe Leistungsbilanzdefizite und ein stetiges Anwachsen der Lohnstückkosten ein Zeichen sind. Die Finanzierung der Aufholprozesse sollte diese beiden Warnsignale beachten. Zu vermeiden ist außerdem – dies gilt für EU-Mitgliedstaaten ohne Euro – die besonders riskante Verschuldung in Fremdwährung. Der Aufbau des gesellschaftlichen (oft öffentlichen) Kapitalstocks ist eine langfristige Aufgabe. Der bessere Weg zu ihrer Finanzierung in den ärmeren EU-Ländern, sind öffentliche Transfers. Europa kann diese für seinen Zusammenhalt wichtigen Prozesse nicht dem Herdentrieb der Finanzmärkte überlassen. Die sinnvolle Neuverschuldung und damit die Kreditvergabe hängen vom erwarteten Wachstum ab, das seinerseits jedoch nur zustande kommt, wenn die Kredite fließen. In der Finanzmarktkrise brach das Wachstum der Peripherie ja nicht ein, weil reale Wachstumsgrenzen erreicht waren, sondern weil der Kreditmarkt zusammenbrach. Dieser Kollaps der Finanzmärkte war aber auch einer leichtsinnigen Kreditvergabe (vor allem im amerikanischen Immobiliensek-

tor) und einem überwiegend spekulativen Wachstum von Vermögenswerten geschuldet. Angesichts des engen Zusammenhangs von Kredit- und Schuldenwachstum und realwirtschaftlichem Wachstum muss ein nachhaltiges Wachstumsmodell auf beiden Ebenen ansetzen und folgende Komponenten umfassen:

d) Finanzsektorpolitik: Die Kapitalmarktakteure müssen vor sich selbst geschützt werden. Durch Deregulierung und regulierungsvermeidende Innovationen getriebener Wildwuchs ist zurückzuschneiden: Strenge Zulassungskriterien für komplexe (und für die Realwirtschaft unnötige) Produkte einführen, Schattenbanken auflösen und verbieten, die Kurzfristorientierung der Finanzmärkte reduzieren und Eigenkapitalvorgaben erhöhen.

e) Kreditpolitik statt Zinspolitik: Die Zinspolitik hat vor der Krise Investoren mit aberwitzigen Renditehoffnungen nicht bremsen können und kann in der Krise ängstliche Investoren nicht durch niedrige Zinsen zum Jagen tragen. Stattdessen könnten sektorspezifische Kreditrestriktionen Krisen vorbeugen und eine politisch gesteuerte Kreditvergabe in der Krise den Aufschwung erleichtern. Im europäischen Kontext würde das erfordern, den Handlungsspielraum für öffentliche Finanzierung auf EU-Ebene zu erweitern, z.B. durch Eurobonds.

f) Kontrolle der Zahlungsbilanzungleichgewichte: Hohe Defizite sind nicht nur Ergebnis großzügiger Finanzierung, sondern auch von realwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Defizite sollten daher ebenfalls überwacht werden, allerdings nicht einseitig auf Seiten der Defizitländer sondern auch auf Seiten der Überschussländer, deren Wirtschaftspolitik eine Mitverantwortung für diese Ungleichgewichte trägt.<sup>8</sup>

g) Stabilisierung realer Wechselkurse: Derartige Ungleichgewichte resultieren vor allem aus einer realen Über- oder Unterbewertung, die ihrerseits aus einer verfehlten Lohnpolitik (z.B. zu zurückhaltend im Fall Deutschlands) oder einer falschen Wechselkurspolitik herrühren. Flexible Wechselkurse könnten zwar theoretisch dazu beitragen, Inflations- und Produktivitätsdifferenziale sowie verfehlte Lohnentwicklungen auszugleichen, neigen aber praktisch dazu, Fehlentwicklungen zu verstärken und/oder bei Korrekturen krisenverschärfend zu wirken. Kapitalverkehrskontrollen und ein strengeres Wechselkursmanagement könnten solche Probleme vermeiden. Von langfristigen Produktivitätstrends und Zielinflationsraten (um 2%) abweichende Lohn- und Preisentwicklungen sollten Anlass für politische Nachfragen und gegebenenfalls Eingriffe sein.

h) Aufnahme in die Eurozone: Viele der in der Krise aufgetretenen Problem in der europäischen Peripherie hätten durch eine weniger restriktive Politik der Aufnahme in die Eurozone vermieden werden können. Für die Eurozone hätten zusätzliche Mitglieder angesichts ihres geringen wirtschaftlichen Gewichts kaum Risiken mitgebracht. Umgekehrt hätten viele Peripherieländer angesichts ihrer engen Bindung an den Euro (oft Currency Board) kaum wirtschaftspolitische Spielräume aufgegeben. Gefährlich ist allerdings ein Eintritt mit überbewerteter Währung.

---

<sup>8</sup> Vgl. S. Dullien, D. Schwarzer, *Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt*, „SWP-Aktuell“, 27 Juni 2009.

Die Kapitalversorgung ist der zentrale Stellhebel zur Förderung von Wachstum und Kohäsion. Die Krise hat gezeigt, dass dieser Hebel nicht den Märkten, jedenfalls nicht im Rahmen des bisherigen Regulierungsmodells, überlassen werden darf. Gerade die postkommunistischen Länder der europäischen Peripherie haben einen besseren Kapitalismus verdient.

### **Abstract**

#### **Growth and Debt in Europe**

In the current debate on the Euro crisis, the received wisdom considers too much debt as the main cause. Profligate debtors, primarily governments, are supposed to be the culprits. Resolving the crisis requires therefore a massive deleveraging. Germany, in particular, abhors debt and sees it as the original sin. The German word for debt (“Schulden”) connotes already “guilt” (in German: “Schuld”).

Actually, debt is a necessary core element of any capitalist economy. Without debt there can hardly be growth. It is debtors, not savers who are the drivers of growth. Growth is also the best way to get out of a debt crisis. Capital and asset markets are supposed to finance growth, identify investment opportunities and to reduce risks. But often they fail, and are driven by manias and panics rather than prudent assessment.

Growth in Europe has been strongly unbalanced during the last 10–15 years. While countries in the European periphery enjoyed high growth, fueled by increasing private debt, Germany’s economy stagnated and saved. Subsequently the debtor countries showed high current account deficits while Germany had large export surpluses. The financial crisis stopped suddenly the access to new credits and thus growth.

This hard landing triggered a recession which required government spending to stimulate the economy and to bail out banks which in turn increased public debt dramatically. In spite of a fast recovery a panic in the government bond markets followed in the Euro zone. This panic resulted less from unacceptably high debt levels but from a flawed design of the Euro zone’s institutions (lack of a lender of last resort) and wrong policies. The austerity policies which were enforced by Germany and the European Union (EU) exacerbated the crisis and slowed or reversed the recovery.

Debt and wealth are just two sides of the same medal and can only be changed together as the global net monetary investment position is always zero. Deleveraging is easiest in a context of growth, when creditors spend and reduce their savings. All the other options are worse: Spending cuts which lead to deflation and depression, bankruptcies or – though somewhat less disruptive – the real devaluation of debt by inflation.

Growth with deleveraging requires the spending of debtors which generate and increase debtors’ revenues. Given the distribution of assets and debts, such a process implies that rich households (the net creditors) have to spend more in a way which either directly or indirectly leads to higher revenues of the indebted governments. Besides a levy on wealth and higher taxes for the rich the market solution would require massive real economy investment by the creditors which would trigger new growth, increase profits and wages which in turn would provide more tax revenues.

Growth will resume when credits flow again and therefore, paradoxically, new debt is created. This will only happen when potential investors meet potential debtors with higher and more sustainable income. This requires a redistribution of income in favor of poorer households, enterprises ready to invest and governments which up to now took over the risks. A leaner and better regulated financial sector should focus on financing these adjustments in the real economy.

The European Central Bank (ECB) should support such a process of growth and deleveraging by a permissive monetary policy, which aim at a target of nominal GDP growth of 4–6% rather than at an inflation target of 2%. A slightly higher rate of inflation would lower the government debt ratio (debt/GDP) in the long run. The countries of the Euro zone need a lender of last resort, possibly by creating a European Monetary Fund which should have unlimited access to ECB liquidity.