

# WISO

August 2013

# direkt

Analysen und Konzepte zur  
Wirtschafts- und Sozialpolitik

## Der Kaiser ist nackt

Nur ein Schuldenschnitt kann die Krise lösen

Daniel Stelter<sup>1</sup>

In Hans Christian Andersens Märchen „Des Kaisers neue Kleider“ traut sich keiner der kaiserlichen Beamten, dem Kaiser zu sagen, dass er in Wirklichkeit nackt ist. Einzig ein Kind sagt die Wahrheit und bringt damit das gesamte Lügengebäude zum Einsturz. Die westliche Welt ist derzeit nicht weniger nackt als Andersens Kaiser, und wie der Kaiser und sein Hofstaat im Märchen verweigern auch wir uns heute der Realität.

Seit 1980 hat sich die Verschuldung in der westlichen Welt mehr als verdoppelt. Lagen die Schulden von Staaten, Nicht-Finanz-Unternehmen und Privathaushalten 1980 noch bei 160 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, so sind es heute mehr als 320 Prozent. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich dieser Trend beschleunigt, weil die Regierungen der führenden Wirtschaftsnationen aus Furcht vor einem ökonomischen Super-GAU auf das Problem von zu viel Schulden mit noch mehr Schulden reagiert haben (vgl. Abbildung 1).

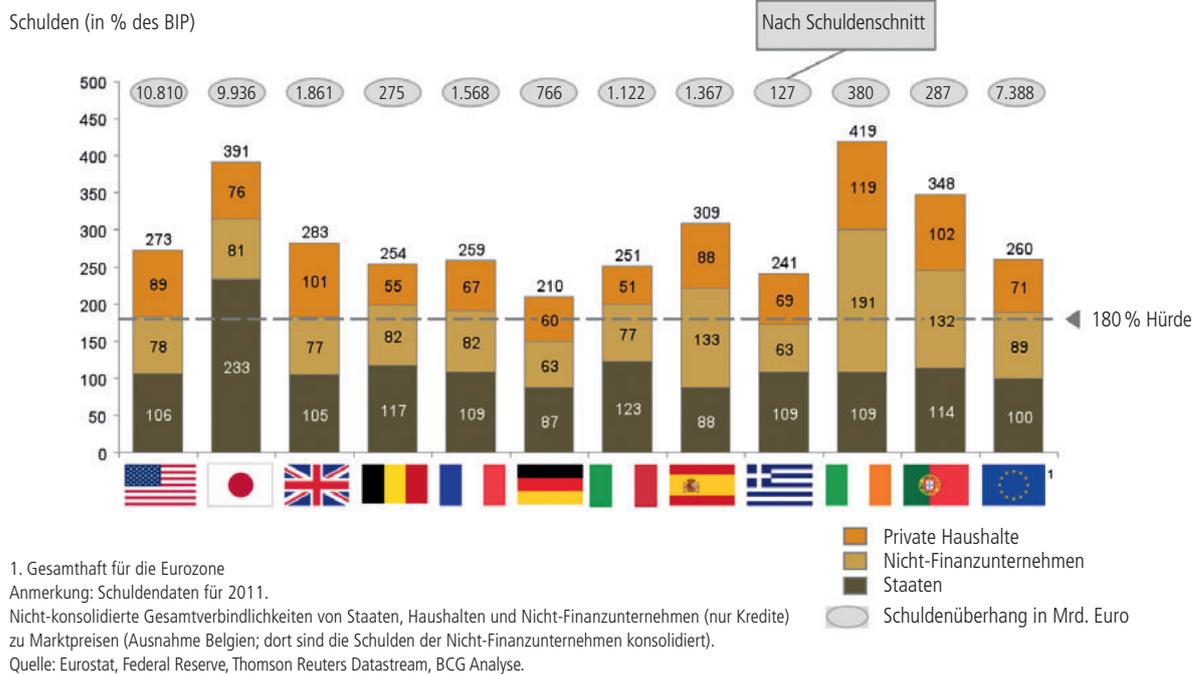
Dabei haben wir es nicht nur mit einer *Staatsschulden*-krise zu tun, sondern mit einer *Überschuldung* weiter Teile der westlichen Welt. Ein guter Teil dieser Schulden wird nicht mehr ordnungsgemäß bedient werden, die Schuldner sind dazu nicht in der Lage.

Man könnte diesem Argument optimistisch entgegenhalten, dass die Schuldner auch über entsprechende Vermögenswerte verfügen. In der Tat ist die Verschuldung in vielen Ländern auch eine Folge des vorangegangenen Immobilienbooms und einige Staaten – Italien

### Auf einen Blick

In den letzten 30 Jahren hat sich die Verschuldung in der westlichen Welt mehr als verdoppelt. Es wird deutlich, dass wir am Ende dieses Prozesses angelangt sind und die Dynamik immer höherer Schulden stoppen müssen. Eine schmerzfreie Lösung gibt es nicht und jedes weitere Spiel auf Zeit vergrößert den Schaden nur. Die Politik muss das Problem beherzt angehen. Im Raum stehen eine deutlich höhere Inflation und Schuldenschnitte.

Abbildung 1: **Der Kaiser ist nackt!**



wird zu Recht genannt – verfügen über umfangreichen Besitz. Aktuelle Studien zeigen jedoch, dass Vermögenswerte nicht losgelöst vom Einkommen sind. Im langfristigen Durchschnitt liegt der Wert der Vermögenswerte bei 400 bis 600 Prozent des Bruttoinlandsproduktes. Einige Länder weisen einen Schuldenstand auf, der sehr nahe an dieser Grenze liegt. In anderen Ländern würde es bei einem Verkauf der Vermögenswerte zu einem Wertverfall kommen und letztlich nur zu einem Schuldneraustausch. Dem geringer verschuldeten Staat würde ein entsprechend höher verschuldeter Privatsektor gegenüberstehen.

Wir müssen alles tun, um die Dynamik immer schneller wachsender Schulden zu brechen. Theoretisch gibt es vier Optionen, um dies zu erreichen.

### Sparen und zurückzahlen

Sparen und zurückzahlen klingt naheliegend, erweist sich in der Praxis jedoch als nicht machbar. Was für einen Privathaushalt, ein Unternehmen und auch ein einzelnes Land machbar wäre, ist leider wenig aussichtsreich, wenn gleichzeitig die Hälfte der Weltwirtschaft das Gleiche versucht. Denn nur mit einem Handelsbilanzüberschuss ist es möglich, dass der private und der staatliche Sektor die Verschuldung gleichzeitig reduzieren. Dieser setzt neben Wettbewerbsfähigkeit auch die Bereitschaft der bisherigen Überschussländer voraus, entsprechende Defizite zu akzeptieren. Beides ist nicht

gegeben, und so wirkt Sparen krisenverstärkend: Je mehr gespart wird, desto größer ist der Einbruch der Wirtschaft.

In Europa erschwert der Euro zusätzlich die Anpassung. In einem System freier Wechselkurse würde es zu einer Abwertung der betreffenden Währung kommen, was die Importe reduziert und die Exporte fördert. Der Euro zwingt hingegen zu einer so genannten „internen Abwertung“, also nominale Kostensenkungen durch Lohnreduktion, die mit erheblicher Arbeitslosigkeit und sozialen Kosten verbunden ist und zudem die Fähigkeit, die Schulden zu bedienen, reduziert. Eine gefährliche Schulden-Deflations-Spirale wie in der Großen Depression der 1930er Jahre könnte die Folge sein.

### Aus dem Problem herauswachsen

Aus dem Problem herauswachsen wäre natürlich am schönsten. Doch leider spricht wenig dafür, dass uns dies gelingt. Wir bekommen immer weniger Kinder, bilden diese schlechter aus, wie die weltweiten Vergleichsstudien zeigen, und investieren nicht ausreichend in Infrastruktur und Maschinen. Angesichts des Schuldenbergs nimmt die Wirkung neuer Schulden immer mehr ab: Führte ein Dollar neuer Verschuldung zu ungefähr 60 Cent mehr BIP in den 1950er Jahren des letzten Jahrhunderts, so ist dieser Wert heute auf rund zehn Cent gefallen. Die unweigerliche Folge: Herauswachsen aus dem Problem funktioniert nicht.

## Entwertung durch Inflation

Entwertung durch Inflation wäre eine dritte Option. In der Tat wird von Seiten einiger Politiker – vor allem aus den Krisenstaaten – aber auch von Seiten des IWF und der Zentralbanken immer lauter gefordert, eine moderate Inflation zuzulassen, um die Schulden (und auch die Forderungen!) auf elegante Weise zu entwerten. Der moderne Begriff dafür lautet „financial repression“, womit gemeint ist, dass das Zinsniveau nachhaltig unter die Wachstumsrate der Wirtschaft gedrückt wird (negativer Realzins).

Nach Berechnungen, die ich an anderer Stelle ausgeführt habe,<sup>2</sup> müsste die Differenz zwischen Zins und Wachstum aber erheblich sein, um so wirken zu können. In Irland würde es selbst bei der extremen Annahme eines negativen Realzinses von fünf Prozent 20 Jahre dauern, bis die Schulden wieder auf einem tragbaren Niveau wären. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass es, sobald Inflation einsetzt, nicht bei moderaten Werten bleibt, basiert doch unser Geldsystem einzig und allein auf dem Vertrauen der Bürger, dass das, was sie heute als Geld bekommen, auch noch morgen einen Wert besitzt. Zudem ist Inflation die sozial ungerechteste aller Steuern.

## Schuldenschnitt

Bleibt die vierte Option, das einzig realistische Szenario: Die gigantische Schuldenlast muss durch einen Schuldenschnitt reduziert werden. Damit ein solcher Schritt Wirkung zeigt, müsste nicht die gesamte Verschuldung auf null abgeschrieben werden. Es würde genügen, wenn sich nach der Restrukturierung die gesamte Schuldenlast eines Landes auf ein nachhaltiges tragbares Niveau beliefe. Doch wie hoch kann das sein?

Eine Überlegung ist, sich an den Maastricht-Kriterien zu orientieren: Legt man ein durchschnittliches Zinsniveau von fünf Prozent zugrunde, entspricht dies bei einer Verschuldung des Staatshaushalts von 60 Prozent einer Zinslast von drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts (fünf von 100 sind fünf Prozent, so wie drei von 60). Wächst die Wirtschaft mit drei Prozent, kann der Staat sich jedes Jahr das Geld für die Zinszahlungen leihen und trotzdem bleibt die Schuldenquote stabil. Schulden und Sozialprodukt wachsen gleich schnell.

Was für den Staat gilt, gilt gleichermaßen für Unternehmen und private Haushalte. In Summe erscheint damit eine Schuldenquote von 180 Prozent für die Volkswirtschaft als nachhaltig tragbar. Was darüber liegt, wäre demzufolge nur temporär verkraftbar,

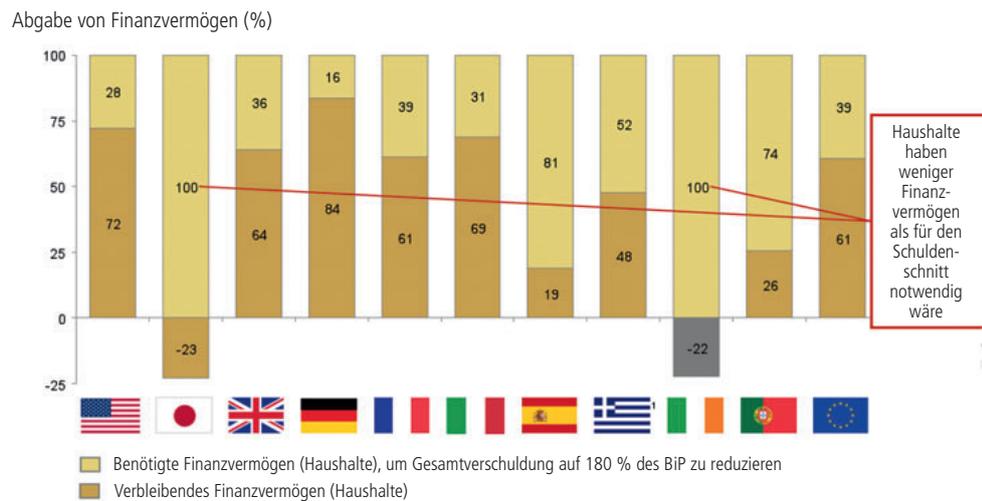
jedoch nicht dauerhaft. Es ist nicht erforderlich, dass sich die Schuldenlast gleichmäßig auf alle drei Sektoren verteilt, da sich ein höher verschuldeter Staat Mittel von einem geringer verschuldeten privaten Sektor besorgen kann (Stichwort Steuern). Legt man diesen Maßstab an und wirft einen Blick auf die aktuelle Schuldensituation, so wird das gigantische Ausmaß der heutigen Probleme deutlich: Der gesamte Schuldenüberhang im Euroraum beträgt 7,4 Billionen Euro und in den USA 8,5 Billionen Euro – und er wächst jeden Tag weiter! Über das Zielniveau von 180 Prozent kann man sicherlich streiten, aber auch eine Zielverschuldung in Höhe von 220 Prozent würde eine Restrukturierung in Höhe von 3,9 Billionen Euro in den USA bzw. 3,6 Billionen Euro im Euroraum erfordern.

Diese Abschreibungen müssten zu einer tatsächlichen Senkung der Schuldenlast für den Schuldner und nicht nur zu Korrekturen in den Gläubigerbilanzen führen. Nur eine wirkliche Schuldentlastung und damit ein Ende des schmerzhaften Entschuldungsprozesses können die Grundlage für eine Rückkehr des Wachstums legen. Abschreibungen von mehr als sieben Billionen Euro hätten beträchtliche Auswirkungen für die Kreditgeber. Die Verluste würden das Eigenkapital des Bankensektors übersteigen, so dass dieser insgesamt insolvent werden würde. Versicherungsgesellschaften würden ebenfalls erhebliche Verluste erleiden.

In einem organisierten Schuldenschnitt muss die Last deshalb geordnet auf die Gläubiger verteilt werden. Die einzige Möglichkeit wäre, das bestehende Vermögen des privaten Sektors entsprechend zu besteuern. Zahlreiche Politiker würden eine Steuer auf Finanzvermögenswerte als faireste Lösung für das Problem ansehen. Eine Besteuerung bestehender Finanzvermögenswerte würde klar machen: Die Finanzanlagen (Kontoguthaben, Anleihen, Lebensversicherungen, Pensionsansprüche etc.) sind nicht so werthaltig, wie ihre Eigentümer glauben, da die Schuldner (Staaten, private Haushalte und Unternehmen) ihren Verpflichtungen nicht nachkommen können. Die Abbildung *Erforderliche Besteuerung der Finanzvermögen* zeigt, wie hoch eine einmalige Steuer auf Finanzvermögenswerte sein müsste, um die notwendigen Mittel für eine geordnete Umstrukturierung aufzubringen (vgl. Abbildung 2).

In den meisten Ländern wäre ein Abschlag in Höhe von 16 bis 40 Prozent (!) erforderlich, um die Kosten einer geordneten Umschuldung abzudecken. In Griechenland, Spanien und Portugal wäre die Belastung für den privaten Sektor deutlich höher; in Irland und Japan genügen selbst 100 Prozent

Abbildung 2: Erforderliche Besteuerung der Finanzvermögen



1. Nach Schuldenschnitt, vor Schuldentrückkauf

Anmerkung: Daten aus 2011; Schulden sind die gesamten unkonsolidierten Verbindlichkeiten der Sektoren (für Unternehmen nur Kredite) zu Marktpreisen.  
 Quelle: Eurostat; Zentralbanken der Länder; Thomson Reuters Datastream; eigene Berechnungen.

nicht, weil das Finanzvermögen der Iren und Japaner geringer ist als das erforderliche Anpassungsvolumen.

Ein derart tiefgreifender Eingriff wäre bis vor kurzem unvorstellbar gewesen. Doch hat das Beispiel Zypern gezeigt, dass die Politik zunehmend gewillt ist, Sparer an den Kosten der Restrukturierung zu beteiligen. Es gibt letztlich keine Alternative dazu.

So unglaublich die Dimensionen eines Schuldenschnittes sind, er würde in der Tat das Schuldenproblem rasch lösen. Dabei ist es keineswegs der Neid auf die Wohlhabenden, der die skizzierte Argumentation antreibt! Viele haben hart für ihr Vermögen gearbeitet und gespart. Doch ist das Geld schon lange verloren, weil es an Schuldner verliehen wurde, die bei objektiver Betrachtung nicht mehr geordnet zurückzahlen können. Es wäre deshalb sinnvoll, den Teufelskreis aus zu hoher Verschuldung und noch höheren Schulden zu stoppen, indem strukturierte Umschuldungen und Abschreibungen vorgenommen werden.

Im Gegenzug sollte alles getan werden, um die Wachstumskräfte der Wirtschaft zu stärken. Dazu gehören Anreize für den Privatsektor, mehr zu investieren und zu arbeiten – auch um den eingetretenen Vermögensschaden wieder gutzumachen, aber auch weitergehende Strukturreformen vor allem in

den südlichen Ländern der Eurozone und Frankreich. Dringend erforderlich sind Investitionen in Bildung, Innovation, Infrastruktur und Anlagen. Sowohl von staatlicher wie auch von privater Seite gibt es enormen Nachholbedarf. Nach der erfolgten Restrukturierung der Schulden sollte es möglich sein, diese Investitionen durchzuführen.

Gerade jene, die Vermögen und Ersparnisse verlieren, werden zu Recht verlangen, dass eine Wiederholung vermieden wird. Deshalb ist es entscheidend, jegliche Schuldenaufnahme des Staates stärker zu kontrollieren. Da auch im Privatsektor die Gefahr einer ausufernden Verschuldung besteht, muss auch hier das Kreditwachstum begrenzt werden. Ein Zielwert von 60 bis 90 Prozent des BIP je Sektor der Privatwirtschaft wäre anzustreben.

Das hier nur angedeutete Programm würde niemanden verschonen und ist sicherlich unpopulär. Kein Wunder, dass die Politik alles versucht, um weiterhin die Illusion aufrecht zu erhalten, dass der Kaiser eigentlich doch hübsche Kleider trägt. „Wir wissen alle, was zu tun ist, aber wir wissen nicht, wie wir wieder gewählt werden sollen, nachdem wir es getan haben“, bemerkte unlängst der luxemburgische Premier Jean-Claude Juncker. Wir haben keine Zeit mehr zu verlieren. Es ist höchste Zeit, nicht an die nächste Wahl, sondern an die Zukunft unserer Gesellschaft zu denken!

- 1 Der Autor ist selbstständiger Unternehmensberater. Zuvor war er von 1990 bis Sommer 2013 bei der Boston Consulting Group tätig, zuletzt als Senior Partner und Managing Director und Mitglied des Vorstands der Firma. Seit 2008 hat er zur Finanz- und Wirtschaftskrise geforscht, beraten und publiziert. Im Frühjahr erschien sein Buch „Die Billionen-Schuldenbombe“.
- 2 Daniel Stelter et al.: Die Billionen-Schuldenbombe. Wie die Krise begann und weshalb sie noch lange nicht zu Ende ist, Weinheim 2013.