

Letzter Ausweg gemeinsame Anpassung – die Eurozone zwischen Depression und Spaltung

Wolfgang Münchau¹

Auf einen Blick

Aus deutscher Sicht liegt die Ursache der europäischen Schuldenkrise in mangelnder Haushaltsdisziplin, aus spanischer Sicht sind Spekulanten an der Krise schuld. In beiden Fällen werden die Interdependenzen privater und staatlicher Schulden verkannt und innereuropäische Leistungsungleichgewichte ignoriert. Der jetzige Versuch des kollektiven Sparens führt in die Depression, eine Sanierung der Eurozone durch Inflation und/oder Verbesserung der gemeinsamen Leistungsbilanz zu weltwirtschaftlichen Verwerfungen und eine Fortsetzung der innereuropäischen Leistungskonkurrenz zur Spaltung. Als einziger Ausweg bleibt eine symmetrische Anpassung, bei der bisherige Überschussländer wie Deutschland Defizite akzeptieren, damit Länder wie Spanien ihre aufgelaufenen Defizite reduzieren können.

Es sind Narrative, mehr noch als Fakten oder Theorien, die unser Verständnis von Krisen und die Debatten darüber prägen. Die europäische Schuldenkrise hat zwar ökonomische Ursachen. Ihr Verlauf ist allerdings davon geprägt, dass die verschiedenen Narrative der Krise nicht miteinander übereinstimmen.

Für uns Deutsche ist die Sache klar. Die Ursachen der Krise liegen in der verantwortungslosen Politik der griechischen, aber auch anderer Regierungen, die zu einer Schuldenexplosion geführt hat. Die Lösung, wie sie von Bundeskanzlerin Angela Merkel und Finanzminister Wolfgang Schäuble vorgeschlagen wurde, ist eine Verschärfung der Stabilitätsregeln. Im Gegensatz zum heutigen Stabilitätspakt müssen die Sanktionen so gestaltet sein, dass sie auch tatsächlich funktionieren.

Aus spanischer Sicht hingegen sind die Schuldigen an dieser Krise die Spekulanten. Spanien habe sich in den ersten zehn Jahren der Währungsunion nichts zu Schulden kommen lassen. Man hat den Stabilitätspakt während der gesamten Mitgliedschaft beachtet. Die Schuldenlast des Staates, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, ist weitaus geringer als die Deutschlands oder Frankreichs. Die Krise ist somit die Konsequenz übler Spekulationen. Der Verfall spanischer Bondpreise ist aus spanischer Sicht völlig unverdient.

Und dann gibt es ein weiteres Narrativ, nämlich das internationaler Investoren. Sie sehen den Euroraum als Ganzes und fragen sich, inwieweit das System als Ganzes funktionsfähig ist. Sie beobachten, dass sich Spaniens Wettbewerbsfähigkeit in den zehn Jahren der Währungsunion um 30% gegenüber Deutschland verschlechtert hat. Und sie sehen nicht, wie Spanien gleichzeitig seine Wettbewerbsfähigkeit verbessern und seine Schulden abbauen kann. Es gibt also somit zumindest drei völlig konträre Narrative. Welches ist richtig?

Die Interdependenz von Staats- und Privatschulden

Unstrittig ist, dass die Krisen Spaniens und Griechenlands unterschiedlicher Natur sind. Die Krise Griechenlands war jene, welche die EU immer fürchtete und die sie durch den Stabilitäts пакт zu verhindern versuchte. Die Krise von Spanien ist die einer anderen Kategorie. Es ist die Krise eines überschuldeten Privatsektors. Privatleute und Unternehmen haben sich während des Immobilienbooms massiv überschuldet. Nach dem Platzen der Blase konnten viele Schuldner die Kredite nicht mehr zurückzahlen. Das Bankensystem sitzt jetzt auf schlechten Schulden, die es größtenteils noch nicht abgeschrieben hat. Die nationalen Regierungen haben überall in der EU einen Schutzschirm über ihre jeweiligen Bankensysteme gespannt und sind damit für die potenziellen Verluste der Banken am Ende verantwortlich. Egal ob Privatschulden oder Staatsschulden: Der Staat haftet in letzter Instanz. Genau das ist auch der Grund, warum internationale Investoren die Staatsschulden und Privatschulden einfach zusammenaddieren. Was die ultimative Haftung angeht, gibt es keinen Unterschied.

Obwohl sich Spanien immer an den Stabilitäts пакт hielt, besteht trotzdem die theoretische Möglichkeit einer Staatsinsolvenz. Im Falle Portugals liegen die gesamten Auslandsschulden des privaten und öffentlichen Sektors bei 230% vom Bruttoinlandsprodukt, in Spanien sind es etwas weniger. Das muss zwar nicht zwangsläufig zum Bankrott führen, doch es kann unter widrigen Umständen durchaus dazu kommen.

Wir haben es also mit sehr unterschiedlichen Aspekten der Krise zu tun – eine Staatsschuldenkrise in einigen Ländern und eine Privatschuldenkrise in anderen. Zunächst sollte man aber verstehen, dass diese beiden Narrative vernetzt sind – mit den Banken als Bindeglied.

Wer wie Deutschland einen hohen Überschuss in der Leistungsbilanz einführt (8% vom Bruttoinlandsprodukt im Jahre 2008), der spart mehr als er investiert. Solche Länder, beziehungsweise deren Banken, müssen ihre überschüssigen Einlagen im Ausland investieren. Das erklärt, warum deutsche Banken so viele Subprime-Produkte aus Amerika gekauft haben und auch griechische Schuldtitel.

Französische Banken, ebenso wie italienische Versicherungen und niederländische Pensionsfonds, sitzen ebenfalls auf griechischen Schuldtiteln. Britische Banken sind stolze Besitzer spanischer Schuldtitel. Und auch wenn der prozentuale Anteil italienischer Auslandsschulden am Gesamtschuldenstand des Landes relativ gering ist, sind sie in absoluten Werten gemessen enorm. Eine Menge dieser Schulden wird in Deutschland und Frankreich gehalten. Wenn man sich eine europäische Karte der Schuldenflüsse anschaut, dann sieht man die Interdependenzen zwischen Staatsschulden und Bankschulden sehr schnell. Wer glaubt, man könne Griechenland mal eben in den Bankrott schicken, schickt eine ganze Reihe deutscher und französischer Banken auf denselben Weg. Daher greift man zu kurz, wenn man die Krise mit der Bemerkung abtut, Griechenland mache nur einen verschwindend kleinen Anteil an der Wirtschaft im Euroraum aus. Wer so redet, versteht die Interdependenzen nicht. Auch Ungarn ist für den Euroraum wichtig, weil österreichische Banken für die Schulden gerade stehen. Schließlich war auch Lehman Brothers im Vergleich zum globalen Finanzsektor insgesamt eine kleine Bank.

Sparen zulasten der Euro-Mitgliedsländer – eine Sackgasse

In der Tat handelt es sich um ein dynamisches System, in dem Änderungen an einer Stelle viele Änderungen an anderer Stelle bedingen. Das Gleiche gilt für die volkswirtschaftlichen Konsequenzen von Sparprogrammen. Um die Dynamik besser zu verstehen, muss man die Beziehungen der drei Sektoren einer Volkswirtschaft – öffentlicher Sektor, privater Sektor und Auslandssektor – näher untersuchen. Nach den Regeln der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung gilt, dass die Summe der öffentlichen Defizite (oder Überschüsse) und der privaten Defizite (oder Überschüsse) gleich dem Leistungsbilanzdefizit (oder -überschuss) ist. Das ist keine abgedrehte kontroverse Theorie, sondern eine Bilanzierungsregel, die in jedem Jahr für jedes Land gilt.

Wenn wir also die staatlichen Defizite senken, wie wir es jetzt überall im Euroraum mit großem Druck tun, dann hat das unter Berücksichtigung der oben genannten Identität zwei mögliche Konsequenzen. Entweder die privaten Defizite steigen oder die Leistungsbilanz des gesamten Euroraums verbessert sich. Oder eine Kombination der beiden Faktoren. Es gibt logischerweise keine andere Möglichkeit.

Wenn wir ein durchschnittliches Defizit von 6% vom Bruttoinlandsprodukt auf 2% reduzieren wollen, dann beträgt die gesamte Anpassung 4%, die anderswo im System ausgeglichen werden muss. Nehmen wir zunächst an, die gesamte Anpassungslast läge beim Privatsektor, dann hätten wir folgende Situation: Der Staat spart 4% vom BIP, der Privatsektor gibt 4% mehr für Konsum oder Investitionen aus. Die Außenbilanz bliebe in diesem Beispiel unverändert.

Eine mögliche Lösung, um eine Gesamtanpassung von 4% im Euroraum zu erreichen, wäre eine noch stärkere Anpassung in den Ländern, die bislang starke Leistungsbilanzüberschüsse erzielten – Deutschland, Österreich, Niederlande und Finnland. Nennen wir diese Länder stellvertretend Deutschland. Wenn jetzt der deutsche Privatsektor mehr Geld ausgeben würde, also etwas weniger spart, würde das den Gesamtanpassungsprozess erleichtern. Ein Großteil der Anpassungslast würde auf den deutschen Privatsektor entfallen.

Genau das Gegenteil passiert aber. Umfragen unter deutschen Konsumenten ergeben, dass die Angst vor Jobverlust, Inflation und Kostenbelastungen in Deutschland höher ist als überall sonst in Europa². Das lässt darauf schließen, dass deutsche Konsumenten ihre Sparquote eher erhöhen werden. In Deutschland sparen also sowohl Staat als auch Privatsektor, was logischerweise bedeutet, dass die bereits jetzt deutlich positive Leistungsbilanz noch viel positiver werden muss. Deutschland spart also auf Kosten von anderen, denn ohne überhöhte Defizite anderswo funktioniert dieses System nicht. Nennen wir die Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten stellvertretend Spanien. Wenn in diesem System der deutsche Konsument nicht mehr Geld ausgibt, dann müsste der spanische Konsument wieder ordentlich auf die Pauke hauen und eine Blase generieren. Das ist inzwischen allerdings nicht mehr möglich. Auch Spanien muss jetzt seine Probleme auf den Rest der Welt abwälzen.

Das ist also der Grund, warum der Euro fällt. Und damit wären wir im zweiten Anpassungsszenario.

Die Leistungsbilanz des Euroraums insgesamt verbessert sich, um den simultanen Sparwahn der öffentlichen und privaten Sektoren auszugleichen. Um dem spanischen Staat und dem spanischen Privatsektor gleichzeitig eine genügend große Entschuldung zu ermöglichen, bedarf es allerdings einer enormen Anpassung der Leistungsbilanz – von einem Defizit von 10% in einen Überschuss ähnlicher Größenordnung.

Anpassung durch Euro-Abwertung oder durch Depression: zwei weitere Sackgassen

Eine relativ schmerzlose Möglichkeit für eine solche Anpassung wäre durch eine extreme Abwertung des Euro auf unter das Niveau von 1 US-Dollar pro Euro. Ein Wechselkurs von 80 US-Cent zum Beispiel würde die spanische Entschuldung ermöglichen und gleichzeitig einen Einbruch des Wachstums verhindern. Bei einem solchen Wechselkurs wäre auch Griechenlands Tourismus für Ausländer außerhalb des Euroraums wieder attraktiv. Deutschlands Exportwirtschaft würde dann schlichtweg aus den Nähten platzen und die deutschen Handelsüberschüsse würden tief in den zweistelligen Bereich hineinragen. In einer solchen Situation wäre das Auftreten einer Inflation und/oder eines internationalen Handelskriegs eine mögliche Konsequenz.

Insgesamt ist dieses Extremszenario weder wünschenswert noch wahrscheinlich, da sich damit auch die globalen Ungleichgewichte verschärfen würden. Wahrscheinlicher ist eine Kombination der beiden Szenarien – eine weitere, aber nicht extreme Abwertung des Euro und damit eine gewisse, aber nicht vollständige Abwälzung des Problems auf den Rest der Welt. Gleichzeitig entschulden sich in Spanien öffentlicher und privater Sektor gemeinsam. Die logische Anpassung in der Leistungsbilanz ergibt sich dann durch einen tiefen Fall im Konsum – durch eine Rezession oder sogar eine Depression. Die Spanier üben über viele Jahre eine extreme Kaufzurückhaltung aus, was die Wachstumsraten negativ werden lässt. Das Problem ist nur, dass diese Anpassung das spanische Problem wahrscheinlich auch nicht lösen wird.

Im Gegenteil. Es besteht die Gefahr, dass das so genannte Sparparadox auftritt: Je mehr man spart, desto höher wird die Schuldenquote. Denn eine Schuldenquote besteht aus zwei Teilen, dem absoluten Wert der Schulden im Zähler und dem Bruttoinlandsprodukt im Nenner. Wenn Schulden fallen, aber das Wachstum noch stärker fällt,

dann erhöht sich der Bruch insgesamt: Der prozentuale Schuldenanteil steigt. Dieser Effekt trat in der Großen Depression auf.

Die Anpassung über eine tiefe Rezession in Südeuropa ist also extrem problematisch. In einer solchen Situation sollte man auch die politischen Entwicklungen im Auge behalten. Spanien, Portugal und Griechenland sind relativ junge Demokratien. Es ist überhaupt nicht klar, wie dort die politischen Systeme auf ein Jahrzehnt der Depression reagieren würden.

Wie sähe der Anpassungsprozess aus, wenn der Euro-Wechselkurs stark einbrechen und es zu einer Inflation kommen würde? Die Europäische Zentralbank könnte entweder dagegen halten, was ihr gesetzlicher Auftrag wäre, oder sie könnte die Inflation tolerieren. Ob die EZB eine langfristige hohe Inflation zulässt, ist ungewiss. Inflation würde den Schuldenabbau erleichtern, aber in Deutschland würde man eine solche Entwicklung sicher nicht begrüßen. Wenn die EZB aber gegensteuert, käme es zu einer massiven Rezession im Euroraum. Dann wären wir wieder in demselben Szenario wie zuvor. Spanien käme aus seinem Rezessionsloch nicht heraus.

Letzter Ausweg symmetrische Anpassung

Die Lage ist also hoffnungslos, solange Deutschland keine Inflation im gesamten Euroraum toleriert oder eine relative Lohn- und Preisinflation innerhalb des Euroraums zulässt. Der Schlüssel zum langfristigen Überleben des Euro liegt also in Deutschland. Gemeint ist hiermit aber nicht die Großzügigkeit, mit denen man sich an Hilfspaketen beteiligt, denn diese Pakete lösen langfristig kein einziges Problem. Es geht hier um Anpassungsprozesse.

Eine nachhaltige Lösung besteht also entweder aus viel Inflation oder einer symmetrischen Anpassung, in der sich Spanien und Deutschland aufeinander zu bewegen. Anstatt zu sparen, müsste der öffentliche Sektor in Deutschland zunächst noch etwas expandieren. Durch Lohnerhöhungen und Steuerreformen würde man den Privatsektor in Deutschland zu höherem Konsum ermun-

tern, wohingegen die Konsolidierung in Spanien durch eine stabile Nachfrage nach spanischen Produkten zumindest teilweise kompensiert würde.

Dieser Lösungsansatz steht allerdings konträr zum deutschen Narrativ der Krise, wonach alle sparen müssen, und wonach die Hauptanpassungslast allein bei den überschuldeten Staaten liegen soll. Der Grund für dieses einseitige Narrativ liegt zum Teil in einer Ignoranz sektoraler Bilanzen. Deutschland ist ein großes Land, das sich wie ein kleines Land verhält. So wie Firmen sich auf Kosten des Staates sanieren können, können sich kleine Länder auf Kosten des Rests der Weltwirtschaft sanieren, indem sie hohe Exportüberschüsse einfahren. Deutschland ist ein großes Land, das sich auf Kosten der Weltwirtschaft sanieren möchte. Für den Euroraum als Ganzes, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, ist eine solche Strategie kaum noch realistisch, zumal China und Japan eine ähnliche Strategie verfolgen. Solange die Erde nicht mit dem Mars in Handelsbeziehungen eintritt, so lange sind die globalen Leistungsbilanzen ausgeglichen, und zwar jedes Jahr: Den Überschüssen der einen entsprechen zwangsläufig die Defizite anderer. Das ist ein Wettlauf, der nicht gewonnen werden kann.

Und damit wären wir wieder beim Narrativ der Investoren. Wenn sich Deutschland weiterhin weigert, sich am Anpassungsprozess zu beteiligen, ist ein Szenario ohne eine Aufspaltung des Euros unwahrscheinlich. Da Spanien nicht ohne weiteres die Löhne und Preise um 25% senken kann, ist die einzige ökonomische Alternative eine Spaltung des Euroraums – also eine Trennung von Spanien und Deutschland, hier wieder stellvertretend für einen nördlichen und südlichen Euroraum.

Die internationalen Investoren verstehen also nicht, wie Deutschland und Spanien langfristig in einer Währungsunion koexistieren können. Weder Deutschland noch Spanien sind in der Lage zu erklären, wie der Anpassungsprozess innerhalb des Euroraums funktionieren kann. Und je klarer und länger Deutschland und Spanien ihre jeweiligen Narrative verfolgen, desto stärker verfolgen die Investoren ihr Narrativ einer Spaltung.

1 Wolfgang Münchau ist Präsident von Eurointelligence.com, einem Informationsdienst zum Euroraum, sowie Associate Editor der Financial Times.

2 Quelle: Challenges of Europe 2010, GfK Verein.