

Luxemburger Wort

Gleiches Problem – unterschiedliche Lösungen

Man sollte die Eurokrise nicht auf die leichte Schulter nehmen, aber man sollte auch nicht vergessen, dass ihre Ursachen nicht einzigartig sind. Sie ist das Ergebnis von zu hohen Schuldenlasten in vielen europäischen Volkswirtschaften und schwerfälligen Anpassungsmechanismen. Ähnliche Schuldenlasten haben aber auch andere westliche Staaten aufgebaut, allen voran Japan, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Dass bei den Mitgliedsländern der Währungsunion das Wechselkursinstrument zur Anpassung fehlt, mag die Sache erschweren, rechtfertigt jedoch nicht die Konzentration der Kapitalmarktaufmerksamkeit auf einige Länder der Währungsunion.

Eine zu hohe Kreditexpansion in den vergangenen zwei Jahrzehnten war von allen Beteiligten geduldet worden, den Banken, den Notenbanken und der Finanzaufsicht sowie der Politik. Kredite sind grundsätzlich notwendig für das Funktionieren der Volkswirtschaften und unterstützen einen hohen und wachsenden Lebensstandard. Ab einer gewissen Größenordnung jedoch scheinen sie den gegenteiligen Effekt zur Folge zu haben. Nach historischen Maßstäben gibt es wohl für jeden Sektor der Volkswirtschaft maximal tragfähige Größenordnungen von Verschuldung. Diese liegen bei den großen Sektoren einer Volkswirtschaft – Staat, private Haushalte, Unternehmen – bei etwa 80 bis 90 Prozent Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Nach diesen Maßstäben sind die Länder der Eurozone insgesamt zu stark verschuldet. Aber nicht nur sie allein. Auch die USA, das Vereinigte Königreich und insbesondere Japan weisen deutlich höhere Schuldenlasten auf. Da in den heutigen Wirtschaftsordnungen das Inflationsinstrument den Staaten nicht mehr direkt zur Verfügung steht und da ein Schuldenschnitt in weiteren Industrieländern außerhalb Griechenlands unbedingt vermieden werden soll, bleibt zur Schuldenreduktion nur der Weg des langsamen Abschmelzens, das „Deleveraging“. Solche „Bilanzrezessionen“ zeichnen sich durch einen fragilen Konjunkturverlauf aus, der auf externe Schocks oder auslaufende wirtschaftspolitische Unterstützungsmaßnahmen extrem empfindlich reagiert und das über viele Jahre. Somit fällt in den westlichen Ländern, immerhin noch gut 40 Prozent der Weltwirtschaft, das Wachstum in der kommenden Dekade relativ schwach aus.

Die Verschuldungsprobleme der großen Industrieländer sind ähnlich, ihre Lösungsansätze unterschiedlich. Sie unterscheiden sich im Ausmaß der fiskalischen Austerität und der Einbeziehung der Notenbanken. Außer in Euroland sind die Zentralbanken wesentlicher Teil der Gegenmaßnahmen: In den USA hat die Zentralbank Wertpapiere in Höhe von $17 \frac{1}{2}$ Prozent des BIP. Im Vereinigten Königreich hält die Notenbank etwa 22 Prozent der Staatsschuld. In Japan hält die Notenbank mittlerweile fast 10 Prozent der Staatsschuld, dagegen fallen die Wertpapierankäufe, die EZB bislang getätigt hat, vergleichsweise bedeutungslos aus. Der Aufkauf bestehender Staatsschuld ist daher weniger aus unmittelbaren Inflationsgefährdungen als aus den Langfristwirkungen heraus problematisch, die sich in Form geringerer Konsolidierungsanreize für die Finanzpolitik ergeben. Sollte es nämlich während der kommenden Jahre den Ländern nicht gelingen, ihre Staatshaushalte zu konsolidieren, dann verlieren die Notenbanken um so stärker an Glaubwürdigkeit, je mehr Staatsanleihen sich in ihren Büchern befinden.