

TEIL 2 | Ursachen der weltwirtschaftlichen Instabilität

**Schulden als Wachstumsbremse.**

Im zweiten Teil der PSC Serie zu den weltweiten Ungleichgewichten sehen wir uns heute die Verschuldungssituation entwickelter Volkswirtschaften und deren wachstumshemmender Effekte an.

Als Ausgangspunkt verwenden wir jene Publikation von Cecchetti, Mohanty und Zampolli, die Ende August 2011 in Jackson Hole präsentiert wurde. In „[The Real Effects of Debt](#)“ rechnen sie vor, dass in OECD Ländern im Verlauf der letzten 30 Jahre ab einer Höhe von 100% Staatsschulden/GDP, 90% Unternehmensschulden/GDP und 85% Haushalts-schulden/GDP eine verminderte Wachstumsleistung zu erkennen ist. Das aktuelle Bild in Europa ist gemischt. Mit 77%/100%/64% kann Deutschland relativ entspannt vorwärts blicken.

UK hingegen reizt die Grenzen mit [85.2% \(03/11\)](#)/126%/106% über Gebühr aus. Eine Konsequenz dieser Studie: Spanien und Italien können und müssen sich selbst helfen. Die ECB Aufkäufe sind lediglich von temporärem Effekt, weil Markt wie ECB wissen, dass die Zentralbank weder Mandat noch Kapazität für signifikante Auffangmaßnahmen hat.

**Großbritannien**

Sehen wir uns beispielhaft UK an, weil eines der verdeutlichendsten Beispiele innerhalb der OECD. Mit 85.2% an Staatsschulden/GDP, 126% Unternehmensschulden/GDP und 106% Haushalts-schulden/GDP rangiert die Volkswirtschaft an, respektive über den in der Studie genannten Schwellen. Die Charts rechts verdeutlichen a) die dynamisch ansteigenden Pfade der Schuldenquoten und deren international vergleichsweise hohen Niveaus.

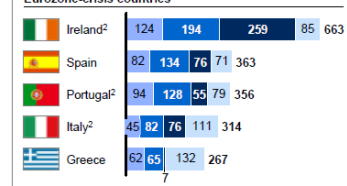
**The composition of debt varies widely across countries**

Total debt,<sup>1</sup> Q2 2011  
% of GDP

10 largest mature economies

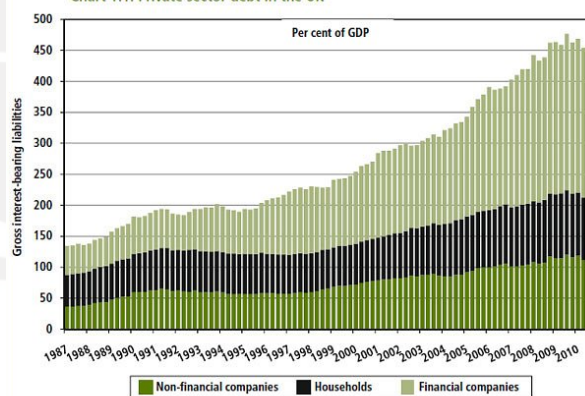


Eurozone-crisis countries



1 Includes all loans and fixed-income securities of households, corporations, financial institutions, and government.  
2 Q1 2011 data.  
NOTE: Numbers may not sum due to rounding.  
SOURCE: Haver Analytics; Bank for International Settlements; national central banks; McKinsey Global Institute

Chart 1.1: Private sector debt in the UK



Source: Office for National Statistics.

Die rechtfertigende Logik von Schulden, öffentlich, wie privat, ist das Vorziehen von Investitionen, also das Schaffen von langfristigem ökonomischen Mehrwert, sei es zum Beispiel durch den Aufbau neuer Produktionskapazität (Unternehmen), dem Ausbau der öffentlichen Infrastruktur (Staat) oder der Schaffung eines Eigenheims (Haushalt).



**Nehmen Sie Ihren Börsenerfolg jetzt selbst in die Hand – mit der Charting-Software von GodmodeTrader.de**

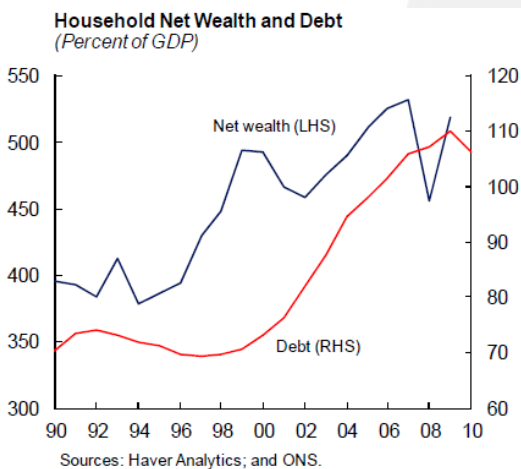
**Analysen im Realtime-Push | browserbasiert | kostenfrei**

Erstellen Sie professionelle technische Analysen im Realtime-Push-Chart – alles direkt im Browserfenster, kostenlos und ohne vorherige Installation.

**Jetzt kostenlos BasicMember von GodmodeMembers werden und mit der Charting-Software professionell technische Analysen erstellen:**  
[www.godmode-trader.de/members](http://www.godmode-trader.de/members)



Diese Logik ist nicht falsch. Wie sieht nun die Vermögensbilanz, also die Haben-Seite, aus? Auf Basis der ONS Daten (Office for National Statistics), errechnete Haver Analytics nachstehenden Chart. Auf der rechten Y-Achse sind die Haushaltsschulden im Vergleich zum GDP aufgetragen. Eben jene 109%, die auch im aggregierten Chart auf der Vorderseite ausgewiesen sind. Das Netto-Haushaltsvermögen der UK Haushalte (linke Y-Achse), also bereits abzüglich der Haushaltsschulden, beträgt über 500% des GBP (!).



Ein Vielfaches der Haushaltsschulden. Ein Einzelfall? Aus [dem Spiegel \(15.02.\) zitiert](#): „Rund 10.000.000.000.000 Euro besitzen die Deutschen. In Worten: zehn Billionen. Auf diesen Wert summierte sich das Geld- und Immobilienvermögen der privaten Haushalte im dritten Quartal 2011, wie der Bundesverband Deutscher Banken auf Basis von Bundesbank-Daten mitteilte. Zieht man die 1,5 Billionen Euro Kreditschulden ab, bliebe ein Nettovermögen von rund 8,5 Billionen Euro. Sachvermögen wie Autos, Möbel, Schmuck und Kunstsammlungen noch gar nicht eingerechnet. [...] Das Vermögen der deutschen Sparer würde reichen, um die Staatsschulden der Bundesrepublik von knapp 2,1 Billionen Euro viermal zurückzuzahlen. Oder die Verbindlichkeiten aller 17 Euro-Staaten zu übernehmen.“

„[Öffentliche Armut, privater Reichtum](#)“ war eine bekannte These in den 50er und 60er Jahren. Diese Beschreibung passt auch auf die Entwicklungstrends von Staatsverschuldung und Staatsvermögen einerseits sowie Privatvermögen andererseits über die letzten Jahrzehnte in Deutschland.

Nein, die positive Vermögenssituation der Haushalte in den UK ist keine Ausnahme, sondern die OECD Regel.

Nun sind die im Spiegel aufgestellten Vergleiche durchaus als Milchmädchen-Rechnungen einzuordnen. Und trotzdem wird eines klar:

Der Konsument nennt ein großes Haushaltsvermögen sein Eigen, zwar stark ungleich verteilt (siehe PSCs [hier](#) und [hier](#)), aber trotzdem in Summe als Manövriermasse vorhanden.

Wie reagiert die britische Regierung nun auf den Bedarf eines volkswirtschaftlichen Deleveragings?

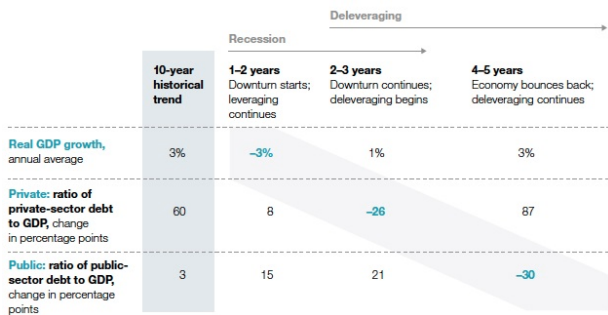
[Cameron benannte seinen Plan Ende Oktober in einer FT open-ed](#). Letztendlich will er sparen, das Sozialsystems reformieren, die Infrastruktur modernisieren und Exporte in Emerging Markets stimulieren. Nun liegen die ersten beiden in unmittelbarem Wirkungsbereich einer Regierung. Die “fiscal consolidation requirements” weisen für UK den dritthöchsten Konsolidierungsbedarf im strukturellen Defizit der Primärbilanz aus. Machbar, aber eben nur mit der Konsequenz, für seinen Fokus auf Infrastruktur kaum noch Mittel zur Verfügung zu haben. Diese wiederum würden benötigt werden, um mehr als nur den pharmazeutischen Sektor als wettbewerbsfähige, produzierende Exportindustrie für Abnehmer in den Emerging Markets anbieten zu können. Ein vicious circle.

Wahrscheinlicher Ausweg zur Zeitgewinnung? Eine inner-britische Transferunion von Privatvermögen in Richtung Staat. Auf Steuererhöhungen reagieren Briten not amused. Es gibt ohnehin elegantere Wege. Neben dem bereits aktiven Inflationseffekt, beschrieb Carmen Reinhart in einem [BIS Paper](#) Anfang Dezember eine noch geschicktere Form. Sie geht davon aus, dass sich die großen Volkswirtschaften bald auf einen Bretton-Woods-alike Mechanismus einigen werden. Zwei Tage später, wohl unabhängig von einander, [publizierte die Bank of England ein Paper](#), dass zur gleichen Einsicht gelangt. Die Bindung an einen Commodity- oder Währungsbasket (ie IMF SDR) könnte einen Entschuldungseffekt bewirken.

Inflationseffekt und Währungsentwertung als zwei “elegante Ansätze” zur Umschichtung von Privat auf Staat. Der Erste ist in UK im Gange, am Zweiten scheint derzeit gearbeitet zu werden.

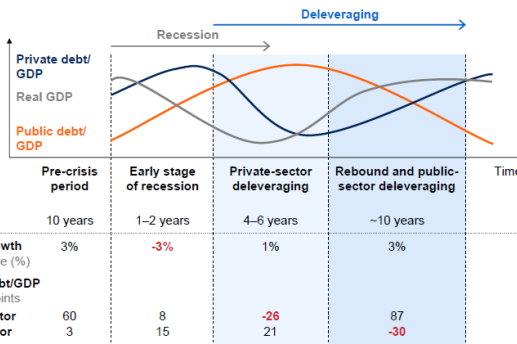
Eine unorthodoxe, neuartige Strategie der britischen Regierung? Dies kann verneint werden. Auch die USA setzten nach dem 2. WK auf Wachstum, Inflation und Währungseffekt (Bretton Woods I), um sich zu entschulden.

Die beiden nachstehenden Tabellen sind dem Report „Debt and deleveraging“ von McKinsey entnommen. Sie zeigen, dass die erwähnten Deleveraging-Strategien von USA und UK einem durchaus gängigen Muster folgen.



**Deleveraging typically begins in the private sector, even as government debt continues to grow**

Average of Swedish and Finnish deleveraging episodes



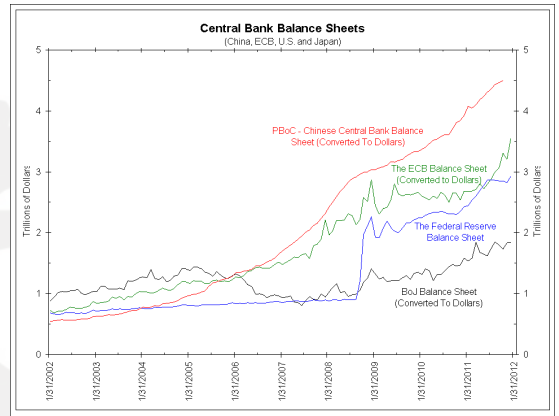
SOURCE: International Monetary Fund; Haver Analytics; McKinsey Global Institute

**Notenbanken.**

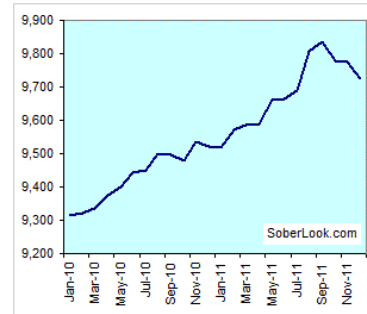
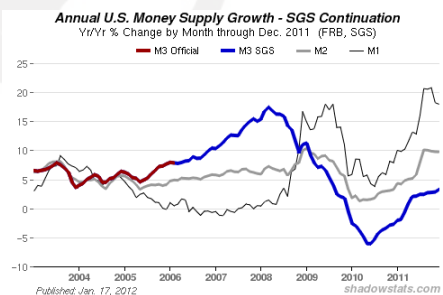
Welche Rolle spielen die Notenbanken im Umschichten von Privat- auf Staatsvermögen? Neben den historisch niedrigen Zinssätzen von Fed, BoE und ECB, engagiert sich derzeit speziell die Letztere in der Liquiditätsversorgung von Banken und damit indirekt auch in der kurzfristigen Staatsfinanzierung (Stichwort: Fristenkongruenz).

Nun der Reihe nach. Die ECB versorgt europäische Banken derzeit mit ausreichend Liquidität als Kompensation für den dysfunktionalen Interbankenmarkt (siehe 1%/3y/EUR 489 Mrd Tender vor Weihnachten). Die Banken scheinen Gefallen an den aggressiven Interventionen Mario Draghi's gefunden zu haben. Für den nächsten Tender Ende Februar planen sie bis zu EUR 1 Billion aufzunehmen. Die ECB befindet sich damit in Mitten der indirekten Staatsfinanzierung. EU Repräsentanten und ECB produzieren zwar weiterhin Sprechblasen zum Thema "Unabhängigkeit", doch seit dem Abgang von Jürgen Stark (fmr ECB Chef-Ökonom) und Axel Weber, verstummte die Kritik prominenter ECB-Insider. Ein ziemlich banaler Hütchenspieler Trick.

Trotzdem scheint er zu funktionieren. Die Fed wurde für ihre massive Ausweitung der Bilanzsumme nach Krisenausbruch heftig kritisiert. Die ECB erweist sich als noch aggressiver (Chart unten) und wird derzeit ob ihrer Umsicht gelobt.



Trotz der derzeit massiven ECB Interventionen kommt es zu keiner inflationstreibenden Liquiditätsschwemme für die Realwirtschaft. Die sinkende Geldmenge M3 weist in der Eurozone eher auf eine Kreditvernappung hin. In den USA entspannt sich der M3 Shortage langsam (Charts unten).



Eurozone M3 in EUR billion (seasonally adjusted)

Fazit: in unseren Volkswirtschaften ist ausreichend Vermögenssubstanz zur Lösung der Staatsschuldenkrise vorhanden. Bei kluger Vorgehensweise löst man mit dem bereits einsetzenden Vermögenstransfer von Privat zu Staat auch noch die sich ausweitende Imbalance in der Vermögensverteilung, um unsere Volkswirtschaften a) robuster und b) wettbewerbsfähiger zu gestalten. Kein Widerspruch. Auflösung hierzu im 3. Teil der PSC Serie zu den weltweiten Imbalances.