

Warum die Krise kein Ende nimmt

Die Ursachen der Krise liegen in grundlegenden strukturellen Problemen vorab im Euroraum. Ihre Lösung wird mehrere Jahre in Anspruch nehmen und erfordert heikle wirtschaftspolitische Gratwanderungen. **AYMO BRUNETTI**

Langsam kann man es nicht mehr hören. Kaum hat sich die Lage wieder etwas verbessert, folgt schon das nächste Aufbäumen der Krise. Ein besonders drastisches Beispiel dieser Achterbahn der Gefühle hat uns der letzte Monat beschert. Mit massiven Liquiditätsspritzen an Banken schien die Europäische Zentralbank die Zügel fest in die Hand genommen zu haben, und die Anspannungen auf dem Geldmarkt gingen deutlich zurück. Gleichzeitig war die Umschuldung Griechenlands relativ glimpflich über die Bühne gegangen, und die Konjunkturindikatoren sahen immer freundlicher aus. Die Publikation einiger Analysen zur wirklich besorgniserregenden Entwicklung in Spanien reichte dann aber aus, um die Beobachter unsanft aus Träumen von einem unmittelbar bevorstehenden Ende der Krise zu wecken. Inzwischen ist nicht nur die «Blogosphäre» wieder im Krisenmodus. Hört das denn nie auf?

Bevor man angesichts dieser unerfreulichen Entwicklung in zu grossem Pessimismus verfällt, lohnt sich ein Blick zurück – und zwar relativ weit zurück, nämlich ins Jahr 1933. Vier Jahre nach dem Beginn der Grossen Depression war etwa in den USA die Arbeitslosigkeit von 3 auf 25% gestiegen. Das Bruttoinlandprodukt des Landes war um 27% eingebrochen, und die Deflation betrug kumuliert 22%. Wer von einer historischen wirtschaftlichen Katastrophe spricht, sollte sich immer diese Zahlen vor Augen führen. Verglichen mit diesem monumentalen Einbruch nimmt sich die heutige Situation – vier Jahre nach dem Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise – in den meisten Ländern geradezu harmlos aus. Der Vergleich ist durchaus relevant, verlief doch das erste Jahr der Finanzkrise, was etwa die Industrieproduktion betraf, ähnlich und in Bezug auf den Welthandel gar noch dramatischer als das erste Jahr der Grossen Depression. Seither hat sich die Lage in dieser zweiten, wirklich globalen Finanz- und Wirtschaftskrise der letzten hundert Jahre jedoch unvergleichbar besser entwickelt.

Rasche und aggressive Reaktionen

Der wichtigste Grund für diese unterschiedliche Entwicklung ist rasch ausgemacht. Die wirtschaftspolitische Reaktion auf die aktuelle Krise war viel rascher und aggressiver. Anders als zu Beginn der Grossen Depression wurde das Bankensystem sofort mit sehr weitgehenden Massnahmen stabilisiert, die Geldpolitik extrem expansiv ausgestaltet und die Fiskalpolitik aggressiv in den Dienst der Rezessionsbekämpfung gestellt. Dass man mit diesem beispiellosen Einsatz der Stabilisierungsinstrumente Nebenwirkungen riskierte, war von Anfang an klar. Insofern sollte es niemanden überraschen, dass die Wirtschaftspolitik auch vier Jahre nach dem Beginn der Krise mit grossen Herausforderungen zu kämpfen hat.

Eine grosses mittelfristiges Problem wird darin bestehen, die Geldpolitik wieder in normalere Gefilde zu führen. Und da gibt es doch eine Reihe von Risiken. Die

geldpolitischen Massnahmen haben die Weltwirtschaft mit einer noch nie gekannten Flut an Liquidität überschwemmt. Das hat dazu beigetragen, dass zahlreiche Banken die Turbulenzen auf den Geldmärkten überleben konnten und dass wir uns heute nicht in einer verheerenden Deflation befinden. Dieser Erfolg wurde jedoch mit grossen Risiken erkauft.

Sobald die Banken wieder stärker bereit sind, die liquiden Mittel zu verwenden, um Kredite zu vergeben oder in Anlagen zu investieren, muss die Geldpolitik deutlich restriktiver werden. Andernfalls drohen konventionelle Inflation oder die Inflation bei Vermögenswerten, also neue Blasen. Technisch ist die Rückführung der Liquidität machbar, aber es wird ein gutes Timing brauchen – zu



Das Wachstum war vor der Krise durch die Verschuldungsspirale künstlich übersteigert.

früh, und die Wirtschaft erlebt einen weiteren rezessiven Schock, zu spät, und die Inflation wird angeheizt. Zudem werden die Geldpolitiker einen starken Rücken gegenüber politischen Anfeindungen brauchen, damit sie wirklich rechtzeitig zu bremsen beginnen und das durchhalten. Vor diesem Hintergrund sollte alles vermieden werden, was die Unabhängigkeit der Zentralbanken in Frage stellen könnte.

So schwierig der geldpolitische Exit sein wird – er ist doch vergleichsweise rasch realisierbar, da es um kurzfristig Umsetzbares geht. Deutlich mehr Zeit wird es in Anspruch nehmen, die eigentlichen Ursachen der Probleme anzugehen; da geht es eben um langfristige, strukturelle Anpassungen. Das gilt für alle drei der tiefer liegenden, eng miteinander zusammenhängenden Auslöser der Krise: die private und staatliche Überschuldung, die Unterkapitalisierung von Banken sowie die Konstruktionsfehler der Eurozone.

Überschuldung und die Unterkapitalisierung von Banken haben ihren Ursprung in der Periode der Great Moderation, der Vorkrisenzeit also. Die langjährige glänzende weltwirtschaftliche Lage mit tiefen Zinsen und ohne grosse makroökonomische Schwankungen verführte zu einer viel zu grossen Risikobereitschaft. Mit zum Teil sehr kurzfristiger Verschuldung ergossen sich gewaltige Investitionsströme in verschiedene Anlagekategorien und führten zur Bildung von etlichen Blasen. Nach Ausbruch der Krise wurde die private Verschuldung durch massive zusätzliche Staatsverschuldung ergänzt.

Der Weltwirtschaft steht in den kommenden Jahren ein intensives Deleveraging bevor, um die Verschuldung

auf ein normales Mass zurückzuführen. Dieser Prozess wird stark dadurch erschwert, dass ein guter Teil der überbewerteten Schuldpapiere in den Bilanzen von Banken steht, die zu wenig kapitalisiert sind, um die notwendigen Abschreibungen zu überstehen. Entsprechend dringend sind die Reformen in den Eigenkapitalvorschriften für die Banken. Das Bankensystem muss rechtzeitig genügend kapitalisiert sein, um den Deleveraging-Prozess ohne systembedrohenden Schaden überstehen zu können.

Und als wären diese Anpassungen nicht schon schwierig genug, liegt das Epizentrum der aktuellen Beben im Euroraum, dessen institutionelles Gefüge zur Lösung der strukturellen Probleme besonders wenig geeignet ist. Die Kombination aus nationalen Fiskal- und anderen Wirtschaftspolitiken sowie gemeinschaftlicher Geldpolitik hat seit Einführung des Euros zur Entstehung grosser Ungleichgewichte beigetragen. Ohne Anpassungsmöglichkeiten über den nominellen Wechselkurs sind die notwendigen Korrekturen hier besonders schmerzhaft.

Preis für Boom-Periode

Insgesamt wird es mit Sicherheit Jahre dauern, bis diese strukturellen Probleme gelöst sind. Dabei muss man sich darüber im Klaren sein, dass die genannten Korrekturen das Wachstum gegenüber den Vorkrisenjahren reduzieren werden. Das ist aber insofern kein Grund zur Besorgnis, als ja gerade das Problem darin bestand, dass das Wachstum durch die Verschuldungsspirale vor der Krise künstlich und letztlich ineffizient übersteigert war; wenn sich eine Privatperson überschuldet, kann sie auch einige Zeit über ihren Verhältnissen leben. Ein tieferes durchschnittliches Wachstum in der Periode des Deleveraging ist so gesehen der Preis für die übersteigerte Boom-Periode. Und es ist vor allem auch die Voraussetzung dafür, dass in Zukunft die Ressourcen wieder effizienter eingesetzt werden.

Wenn auch eine längere Wachstumsdelle nicht vermieden werden kann und sollte, so muss es doch das zentrale Ziel sein, diesen Prozess ohne weitere schwere Krisen zu überstehen. Die grössten Herausforderungen sind dabei eindeutig im Euroraum zu bewältigen. Es gilt eine ausserordentlich schwierige Balance zu finden. Einerseits muss man die notwendige Konsolidierung der Staatsfinanzen und Strukturreformen glaubwürdig in die Wege leiten. Andererseits darf die Austeritätspolitik nicht zu abrupt sein, da in gewissen Ländern sonst tiefe Rezessionen, Bankenkrisen und politische Instabilität drohen. Ob diese Gratwanderung gelingt, wird massgeblich bestimmen, wann wir beginnen können, zumindest die unmittelbare Gefahr neuer krisenhafter Einbrüche abzuwehren.

Aymo Brunetti ist Professor am Departement Volkswirtschaftslehre und Direktor des Center for Regional Economic Development an der Universität Bern.



MARKUS DIEM MEIER
stv. Chefredaktor
zum Thema Wahlen
in Frankreich

Ende «Merkozy»

Am Sonntag blickt die Eurozone nach Frankreich. Präsident Nicolas Sarkozy muss um seine Wiederwahl fürchten, ein zweiter Wahlgang ist wahrscheinlich. Der Begriff «Merkozy» brachte bisher die Führung in Euroland auf den kürzesten Nenner: Zusammen mit der deutschen Kanzlerin Angela Merkel hat Sarkozy den Takt vorgegeben. Auch wenn er bloss der Juniorpartner war.

Mit der deutsch-französischen Harmonie dürfte es jetzt vorbei sein – egal, wer die Wahl gewinnt. Der sozialistische Herausforderer François Hollande fordert offen eine radikale Abkehr von der deutschen Linie: Er kritisiert den Fiskalpakt mit seinem strengen Sparregime. Von der Europäischen Zentralbank EZB fordert er tiefere Leitzinsen und den Kauf von Staatsanleihen bedrohter Länder. Ein Führungsduo «Merkollande» ist so nicht vorstellbar.

Aber auch die Rückkehr zu «Merkozy» ist unwahrscheinlich. Die Karte Merkel hat sich für Sarkozy im Wahlkampf nicht als Trumpf erwiesen. Die Unterstützungswillige Kanzlerin war ihm unwillkommen. Jetzt wendet er sich wie Hollande offen gegen die bisher mitgetragene Euro-Politik.

Diese kann man zu Recht kritisieren. Sie funktioniert nicht, wie das Beispiel Spanien zeigt. Eben noch galt das Land als fiskalischer Musterschüler. Jetzt fordert die Euro-Politik von dieser depressiven Volkswirtschaft Einschnitte, die die rekordhohe Arbeitslosigkeit weiter erhöhen – die Jugendarbeitslosigkeit übertrifft bereits 50%. So ist auf absehbare Zeit kein deutlich besseres Staatsbudget zu erreichen.

Doch die Haltung der französischen Politik ist vor allem Ausdruck der eigenen wirtschaftlichen Probleme. Das Land wird zunehmend selbst zum Opfer der Krise. Es ist nicht in der Lage, Deutschland die Führungsrolle streitig zu machen. Die Krisenpolitik der Eurozone droht damit noch erratischer zu werden, als sie schon ist. Die Wahlen in Frankreich verheissen für Europa nichts Gutes – egal, wer gewählt wird.

Spaniens Regierung steht vor historischem Kraftakt

Premier Mariano Rajoy's Devise heisst konsolidieren und weiter reformieren – Belebung der Binnenwirtschaft – Künftiges Staatsmodell definieren

SINFORIANO DE MENDIETA

Spanien hat eine schreckliche Woche hinter sich, eine «septimana horribilis», die einem Generalangriff an allen Fronten gleichkommt: Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen stieg auf über 6%. Als Folge davon glich die Madrider Börse einer Achterbahn. Seit Jahresbeginn hat der Ibex-35 bereits 25% eingebüsst.

Die Wirkung der Longer-Term Refinancing Operation (LTRO) der Europäischen Zentralbank, die für eine Beruhigung der Finanzmärkte hätte sorgen sollen, ist verpufft, und das Königreich gerät ins Fadenkreuz der Bondmärkte. Die mickrigen Resultate der zur Santander-Gruppe gehörenden Banesto machen überdies deutlich, dass das spanische Bankensystem noch stärker rekapitalisiert werden muss.

Als drohe dem Land nicht genug Ungemach, geschah am Montag das Unfassbare: Die argentinische Regierung verstaatlichte in ihrem populistischen Eifer die Repsol-Tochter YPF, was in Spanien für unverhohlenen Ärger sorgte und die guten Beziehungen beider Länder belastete. Spanien ist noch vor den USA der wichtigste Investor in Argentinien und allgegenwärtig in Mittel- und Südamerika engagiert. Viele Grossunternehmen wie Repsol, Telefónica, Endesa, ACS, FCC, Ferrovial, aber auch Mapfre, Santander und BBVA erwirtschaften gerade in der jetzigen Krise einen beachtlichen Anteil ihrer Gewinne in Lateinamerika.

Die Affäre hat Signalwirkung und macht schmerzhaft deutlich, wie unverantwortlich die Vorgängerregierung die spanische Aussenpolitik vernachlässigt hat. Und als wäre das Fass nicht voll,

machte sogar der Monarch, König Juan Carlos, unbestritten der beste Botschafter Spaniens, mit einer inopportunen und unglücklichen Safarireise von sich reden.

Glaubwürdigkeitsproblem

Zweifelsohne herrschte diese Woche im Madrider Regierungsviertel höchste Anspannung, und die neue Exekutive unter dem konservativen Regierungschef Mariano Rajoy ist sich im Klaren, dass sie von ihren sozialistischen Vorgängern ein Danaergeschenk in Empfang genommen hat. Die Eurokrise ist bei weitem nicht überwunden; die Märkte reagieren zeitweise hysterisch, und Europa wirkt im nun fünften Krisenjahr desorientiert. Dazu gesellen sich Unkenrufe wie die nicht ganz verständliche Warnung des IWF, man möge doch nicht zu schnell sparen.

Doch Europa steht nicht grundsätzlich vor einem konjunkturellen Defizit, sondern vor einem Glaubwürdigkeitsproblem. Dies trifft in Spanien ganz besonders zu. Rajoy's Regierung steht vor einem historischen Kraftakt. Der ruhige und besonnen wirkende Premier kommt sich vor wie auf einem Himmelfahrtskommando: Er muss die Quadratur des Kreises schaffen. Im Klartext heisst das konsolidieren und noch weiter reformieren.

Rajoy weiss, ohne Sparen wird nachhaltiges Wachstum nicht möglich sein. Er weiss auch, dass die Arbeitslosigkeit, die die gefährliche Marke von 23% erreicht, weiter steigen wird. Doch die Reformbilanz der ersten hundert Tage ist positiv: das Stabilitätsgesetz, das für die Zentralregierung wie für die Autonomieregionen und für die Kommunen gilt, wurde verabschiedet, die für die Schaffung von Arbeits-

plätzen unerlässliche Arbeitsmarktreform wurde durchgesetzt, und die Liquidität der Banken wurde verbessert.

Auch beschloss die Regierung einen Kreditrahmen von 35 Mrd. €, um die unbezahlten Lieferantenrechnungen der öffentlichen Hand zu begleichen. Von dieser Massnahme, die vor allem den KMU zugutekommt, erwartet die Regierung eine gewisse Belebung der Binnenwirtschaft.

Dies alles sind bezerrte Ansätze, die in die richtige Richtung gehen. Rajoy muss aber seine Kommunikation verbessern, um Vertrauen zu schaffen. Und er darf nicht zaudern; immerhin hat er mit seiner absoluten Mehrheit ein klares Mandat vom Souverän erhalten. Erreicht er den sozialen Konsens, umso besser. Ansonsten muss er schlicht und einfach regieren und das Reformtempo beschleunigen.

Den Staat stärken

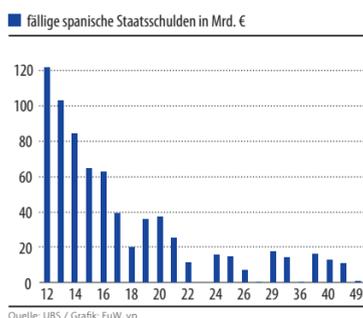
Nach 36 Jahren demokratischen Zusammenlebens zeigt das jetzige Regierungssystem Zeichen der Erschöpfung. Spanien muss sich dringend Gedanken machen über sein zukünftiges Staatsmodell, den sehr weit fortgeschrittenen Autonomieprozess abschliessen, um den Staat zu stärken und das Gesamtinteresse aller Bürger nicht zu unterminieren.

Mit einem Aufbegehren gewisser Nationalisten ist zu rechnen, auch mit einer erhöhten sozialen Konfliktbereitschaft. Bleibt die Regierung standhaft, wird es Spanien schaffen. Auch wenn man mit Europa den Fahrplan verhandeln muss.

Fusionen im Bankensektor

Die Regierung, die die Finanzmarktreform entschlossen angeht, hat wegen der Blessuren aus der Immobilienkrise Banken und Sparkassen verpflichtet, 50 Mrd. € für Wertberichtigungen zurückzustellen. Dies wird sich auf die Resultate der Kreditinstitute auswirken. Mit einer Fusionswelle im Bankensektor ist durchaus zu rechnen. Aber am Ende dieses unvermeidlichen Prozesses sollte das spanische Finanzsystem gesünder und stärker aufgestellt sein. Dass dabei einige Finanzinstitute auf der Strecke bleiben, scheint unvermeidlich und ist der Regierung wohl bewusst.

Schuldenfälligkeitsprofil



Staatsanleihenrendite



Arbeitslosenrate

