

Unser Geldsystem XXXII: Säkular zunehmende Schulden des Privatsektors – ein Alarmzeichen?

Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 30.01.2015 (editiert am 25.05.2016)

Im vorigen Beitrag unserer Geldserie ging es darum zu erklären, weshalb sich Schulden und Geldvermögen in der Welt insgesamt immer genau entsprechen müssen, dass sie also saldiert immer Null ergeben. Nun wollen wir uns mit der Frage beschäftigen, was es bedeutet, wenn sich der Bestand an (Brutto-)Schulden (und damit Brutto-Geldvermögen) des privaten Sektors eines Landes ändert. Signalisiert die Zunahme privater Schulden grundsätzlich ein Problem oder zumindest ab einem bestimmten Umfang? Welcher Indikator könnte stichhaltige Hinweise liefern? Ist die Warnung der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem [Jahresbericht](#) 2014 vor hohen Schuldenbergen berechtigt?

Zunächst muss geklärt werden, was sich hinter dem Begriff Bruttoschulden in der Realität verbirgt. Wenn ein Unternehmen bei einer Bank einen Kredit von fünf Millionen beantragt und auch bekommt, um eine neue Betriebsanlage zu bauen, steigt die Bruttoschuldsumme des Unternehmenssektors wie des Privatsektors wie der Volkswirtschaft insgesamt um diese fünf Millionen. (Übrigens steigt auch die Summe der Brutto-Geldvermögen um fünf Millionen, weil die Bank ja Forderungen in dieser Höhe gegen das besagte Unternehmen hat.) Wenn sich der Bau der Betriebsanlage um einen Monat verzögert und das Unternehmen, statt das Geld auf dem Konto stehen zu lassen, es einer anderen Firma zur Abwicklung einer kurzfristigen Transaktion für einen Monat weiterleiht, steigt die Schuldsumme erneut um fünf Millionen, ist also schon um zehn Millionen höher gegenüber der Ausgangssituation, ohne dass irgendetwas Schlimmes passiert wäre.

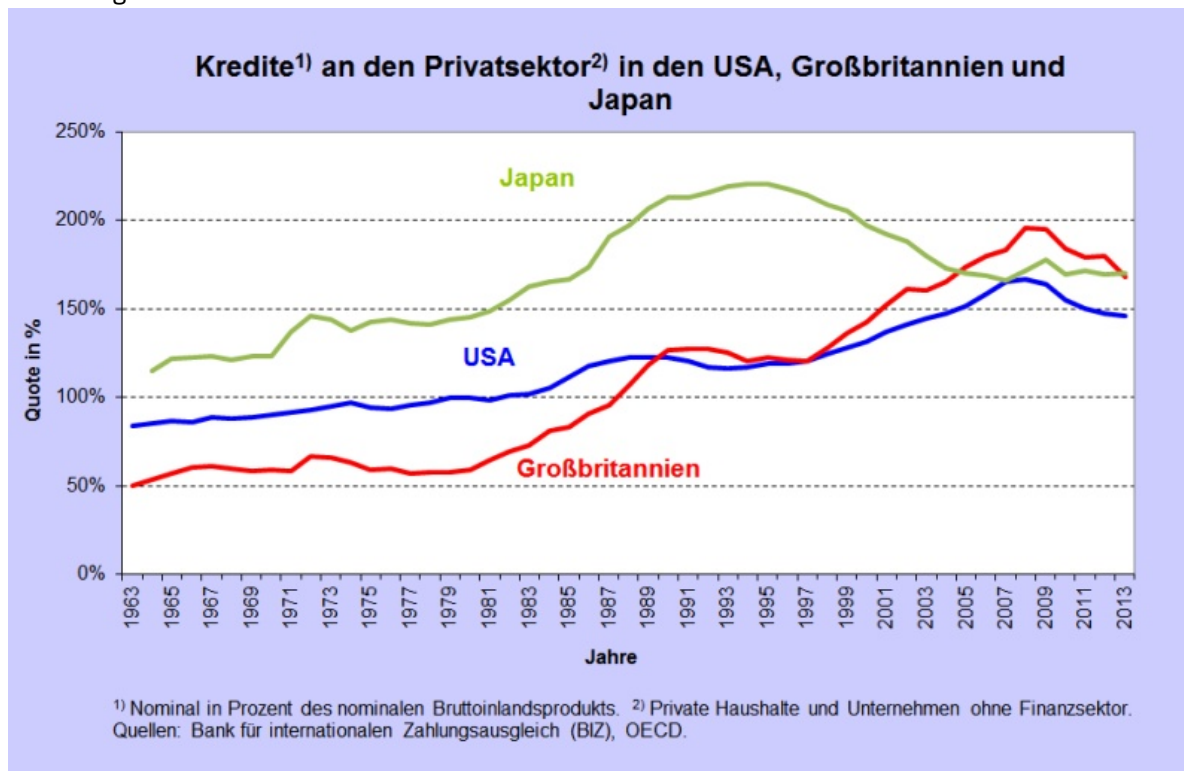
Betrachtet man die Bruttoschulden eines Sektors der Wirtschaft, muss man unterscheiden, ob man alle Schulden, die jeder zu dem Wirtschaftssektor gehörender Wirtschaftsakteur egal gegenüber welchem Gläubiger hat, zusammenzählt, oder ob man nur die Schulden aufaddiert, die die Wirtschaftsakteure des Sektors gegenüber anderen Sektoren haben. In letzterem Fall zählt man die Schuldner-Gläubiger-Verflechtung der Wirtschaftsakteure untereinander innerhalb des Sektors nicht mit. Man spricht dann von konsolidierten Schulden des Sektors. Im obigen Beispiel ist von einer unkonsolidierten Situation die Rede.

Wenn sich die Unternehmen untereinander im Zahlungsverkehr Kredite gewähren, taucht das in einer konsolidierten Betrachtung des Sektors nicht-finanzieller Unternehmen bzw. des Privatsektors ohne Finanzinstitute nicht auf. Werden hingegen die gleiche Zahlungsvorgänge zunehmend über Banken abgewickelt, sind die Bruttoschulden des Privatsektors ohne Finanzinstitute statistisch gesehen größer, ohne dass sich an den Finanzierungszusammenhängen irgendetwas wesentlich geändert hätte.

Eine konsolidierte Schuldenposition ist aber nicht dasselbe wie eine saldierte Schuldenposition eines Sektors. Mit saldiert ist gemeint, dass man die (konsolidierten) Brutto-Schulden eines Sektors gegen die (konsolidierten) Brutto-Forderungen aufrechnet, die die Wirtschaftsakteure des Sektors gegen Wirtschaftsakteure eines oder mehrerer anderer Sektoren haben.

Schauen wir uns einmal den empirischen Befund der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) an (vgl. Abbildung 1 und 2). In den letzten fünfzig Jahren ist das Verhältnis von (konsolidierten) Krediten an den Privatsektor (also an die privaten Haushalte und an nicht-finanzielle Unternehmen) zur Wirtschaftskraft in verschiedenen Industrieländern insgesamt deutlich gestiegen. Die Ausnahme bildet Japan, das zwar mit 170 % heute ebenfalls ein höheres Kreditniveau als in den 1960er Jahren (120 %) zu verzeichnen hat, das aber den Spitzenwert aus den 1990er Jahren von 220 %, der mit der dortigen Immobilien- und Aktienspekulation zusammenhing, erheblich unterschreitet. In den USA lag die Relation Anfang der 1960er Jahre bei ungefähr 80 %, heute steht sie bei über 140 %; in Großbritannien hat sie sich sogar von ca. 50 % auf knapp 170 % mehr als verdreifacht.

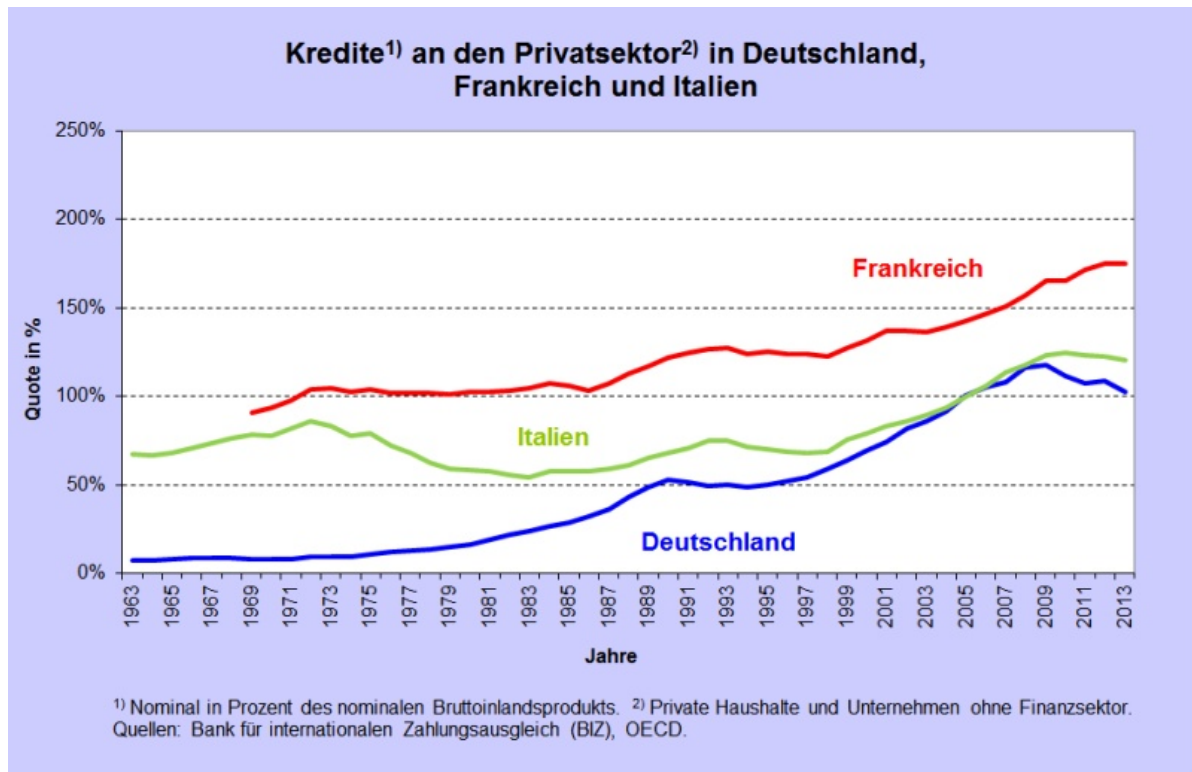
Abbildung 1



Die Spitzenwerte in den Jahren 2008 in den USA (167 %) und 2009 in Großbritannien (fast 200 %) dürften die Immobilienpreisblase nachzeichnen, die der Finanzkrise vorausging. Damals erlebte die

Vergabe von Hypothekenkrediten an private Haushalte einen Boom, der sich beim Platzen der Preisblase in sein Gegenteil verkehrte.

Abbildung 2



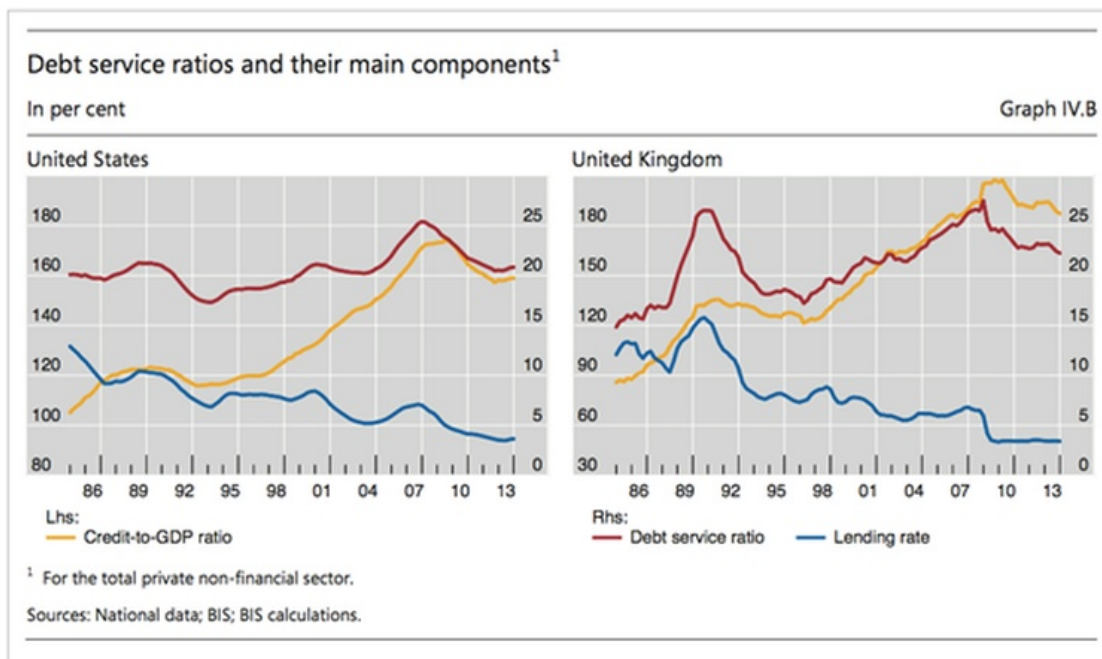
In den drei großen Euro-Ländern Deutschland, Frankreich und Italien lässt sich ebenfalls eine Zunahme der Relation zwischen privatwirtschaftlichen Krediten und dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den vergangenen fünfzig Jahren feststellen. Allerdings unterschieden sich die Niveaus in den 1960er Jahren erheblich – in Deutschland finanzierte sich der private Sektor so gut wie gar nicht über Bankkredite, während die Verhältnisse in Italien und Frankreich denen in den USA und Großbritannien ähnelten. Heute liegt Deutschland mit 100 % im Vergleich zu den genannten Volkswirtschaften immer noch am niedrigsten. Dabei dürfte eine Rolle spielen, dass die traditionellen Kredite der Unternehmen untereinander der Finanzierung durch Banken ersetzt wurde.

Doch was besagen die gezeigten Daten? In der Regel wird aus einem hohen Verschuldungsgrad auf eine hohe Belastung der Einkommen mit Zinszahlungen und Tilgung geschlossen, was als irgendwie schlecht angesehen wird. Denn dann liege die Verwendung eines Teils des Einkommens fest. (Dass die Gläubiger der Schulden Bezieher dieser Zinsen und Tilgungszahlungen sind, gerät dabei leicht aus dem Blick. Natürlich sind Verteilungsfragen an dieser Stelle interessant, aber diese spiegeln sich in dem gezeigten Zahlenmaterial nicht wider. Hier geht es zunächst darum, die pauschale Schuldenphobie zu hinterfragen.)

Die BIZ berechnet die Belastung des privaten Sektors durch Kredite als „Debt-Service-Ratio“, also als Anteil des BIP, der für Zinsen, Gebühren und Tilgung von Krediten ausgegeben wird. Für die USA hat dieser Indikator (die rote Kurve im linken Teil der folgenden Abbildung 3) in den vergangenen 30 Jahren kaum zugenommen. Für Großbritannien (rote Kurve im rechten Teil der Abbildung 3) ist er

zwar gestiegen, hat heute aber einen Wert, der nicht nur unterhalb des Spitzenwertes von 2008, sondern auch unterhalb des Spitzenwertes von 1990 liegt. Der gestiegenen Verschuldung des privaten nicht-finanziellen Sektors standen nämlich sinkende Zinsen („lending rate“, die blauen Kurven in Abbildung 3) gegenüber. Die „Belastung“ durch Kredite hat daher weniger zugenommen, als der Anstieg der Kredit-BIP-Relation auf den ersten Blick vermuten lässt.

Abbildung 3 (Original aus dem BIZ Jahresbericht)



Mehr als erstaunlich ist, dass die Zunahme der Kredite an den nicht-finanziellen Sektor nicht einherging mit verstärkter Investitionstätigkeit, jedoch mit fallenden Zinsen. Man sollte doch meinen, dass eine starke Nachfrage nach Krediten, wie sie das Bild suggeriert, den Preis für Kredite, also den Zins, steigen lässt.

Vielleicht aber war die Zunahme der Kredite einfach der Tatsache geschuldet, dass in beiden Ländern mit Krediten wesentlich rationeller umgegangen wurde, also im Sinne unseres obigen Beispiels Geld nicht lange auf Bankkonten geparkt wurde, sondern wesentlich kurzfristiger als früher verwendet wurde. Auch der Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte, der in dieser Zeit in beiden Ländern zu beobachten ist, kann mit der zunehmenden Kreditnachfrage zu tun haben. Und selbstverständlich spielen Geldpolitik und Wirtschaftswachstum eine Rolle. Wo Wachstumsraten kleiner werden, sinken auf Dauer auch die (Real-) Zinsen.

Ohne zu wissen, welcher Sektor Kredite nachgefragt hat, wozu sie verwendet wurden und wie die gesamte Netto-Geldvermögensposition des Sektors (das heißt die Verrechnung seiner Schulden mit Forderungen gegenüber anderen Sektoren) aussieht, kann man keine relevanten Aussagen machen, ob ein bestimmter Grad an Verschuldung oder eine Veränderung der Schuldenbestände problematisch ist, ob er etwa eine höhere Instabilität der Volkswirtschaft anzeigt. Was würde es uns nützen zu wissen, dass ein Staatshaushalt hohe Bruttoschulden hat, wenn wir nichts darüber wüssten, ob er

auch hohe Bruttoforderungen gegen andere Staaten oder die eigenen Bürger oder Unternehmen hat? Erst die *Nettoschuldenposition* eines Sektors oder eines ganzen Landes schafft einen vernünftigen Zugang zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage des Sektors bzw. des Landes. Das tut auch jeder Betriebswirt oder Insolvenzverwalter, der sich ein Bild über die wirtschaftliche Lage eines Unternehmens machen will. Er addiert Forderungen und Verbindlichkeiten, versieht die Forderungen mit ihren spezifischen Risiken (also mit der Wahrscheinlichkeit, dass sie eingetrieben werden können) und bilanziert auf diese Weise die Lage.

In einem zweiten Schritt wird dann das Sachvermögen bewertet, um ein Gesamtbild zu erhalten. Eine hohe Nettoschuldenposition muss bei einem hohen Sachvermögen kein Problem sein. Natürlich spielen dabei Bewertungsfragen eine große Rolle. Aber generell kann von hohen Nettoschulden nicht automatisch auf „Überschuldung“ geschlossen werden.

Entscheidend bei der Beurteilung des Überschuldungsarguments ist letztlich, dass es in keiner Weise zur heutigen Marktlage passt. Gäbe es einen idealen Markt für Geld und Kapital, also einen Markt, der nicht von den Notenbanken beeinflusst wird, könnte die Konstellation von Überschuldung und extrem niedrigen Zinsen nicht eintreten. Gäbe es „zu viel“ Nachfrage nach Kapital an diesem idealen Markt (im Vergleich zum Angebot), dann wäre der Zins hoch – und eben nicht historisch tief (wie er es derzeit ist).

Nun gibt es allerdings Zentralbanken, und die sind tatsächlich die wichtigsten Akteure an den Geld- und Kapitalmärkten. Um der Klage der BIZ über ein Zuviel an Schulden trotz der seit einiger Zeit extrem niedrigen Zinsen einen Sinn zu geben, müsste man unterstellen, dass die Lage an den Kreditmärkten angespannt ist (die Kreditnachfrage soll ja unangemessen hoch sein). Das aber würde bedeuten zu unterstellen, die Zentralbanken drehen mit ihrer Politik die Marktverhältnisse glatt um, offenbar in Verkennung der „wahren“ Marktlage. Das wäre, wenn es denn so wäre, in der Tat fatal.

Ein solcher Vorwurf an die Zentralbanken kollidiert aber mit der klar nachzuweisenden Schwäche der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und insbesondere der gravierenden Investitionsschwäche in der Realwirtschaft – zumindest in den Industrieländern. In der Eurozone ist die Kreditvergabe an Unternehmen seit einiger Zeit sogar absolut rückläufig. Die Zentralbanken versuchen deswegen mit allen Mitteln, die Kreditvergabe durch die Banken zu beleben. Sie versuchen also auch, die gesamte Verschuldung zu erhöhen, denn es nutzt der Gesamtwirtschaft ja nichts, wenn die Unternehmen mehr Kredite nachfragen würden, der Staat sich aber in gleichem Maße zurückhielte. Wenn aber gesamtwirtschaftlich die Notwendigkeit besteht, die Kreditvergabe und die Menge der Schulden zu erhöhen, ist die Diagnose einer globalen oder generellen „Überschuldung“ sinnlos und gefährlich.

Die Notenbanken müssen die gesamte Entwicklung der Wirtschaft ins Auge fassen, wenn sie (immer unter hoher Unsicherheit) über den für die nächste Zukunft geltenden Zins entscheiden. Wer das tut, kann nicht an der Erkenntnis vorbei, dass die jetzige Phase der wirtschaftlichen Entwicklung absolut aus dem Rahmen fällt, nicht nur wegen der deflationären Tendenzen, sondern auch wegen der offensichtlichen Unfähigkeit der Wirtschaftspolitik, einen Aufschwung nach dem Muster früherer Zyklen in Gang zu setzen.

Wir werden uns in den folgenden Teilen intensiver mit den Nettoschulden auseinandersetzen, also

mit der Frage, wie sich diese zwischen den Sektoren in Deutschland und anderen Volkswirtschaften verschoben haben und welche Schlussfolgerungen sich daraus für die Wirtschaftspolitik ziehen lassen.

Über den Autor

Veröffentlicht am: 30.01.2015 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2015/01/abo-artikel-unser-geldsystem-xxxii-saekular-zunehmende-schulden-des-privatsektors-ein-alarmzeichen/>