

## Hohe Schuldenquoten lassen viele Volkswirte an der Nachhaltigkeit des Wachstums zweifeln, ...

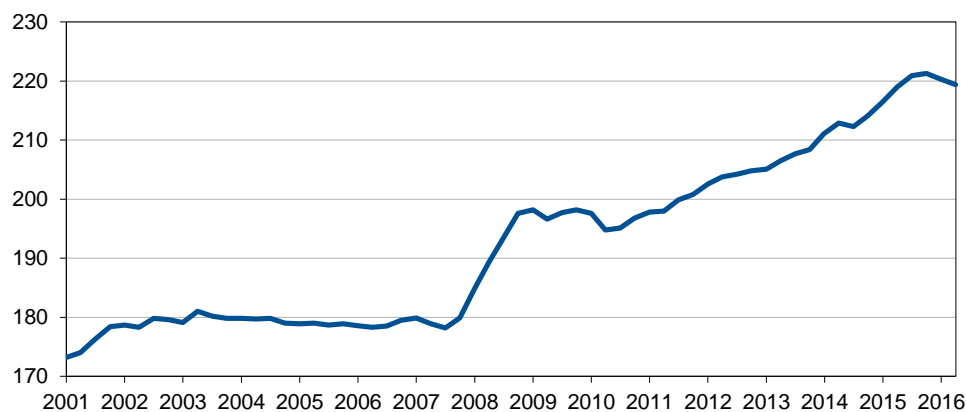
Häufig wird argumentiert, aus der Finanzkrise sei nichts gelernt worden, da die Weltwirtschaft nach wie vor durch Kreditwachstum bzw. steigende Verschuldung getrieben werde, was zudem die Notenbankpolitik fördere. Die aktuelle Erholung sei alles andere als nachhaltig und der nächste Crash bereits vorprogrammiert. Die Notenbankpolitik führe demnach zu einer Verschleppung notwendiger Reformen und heize den Schuldenaufbau weiter an – wenn nicht den des Staates, dann den des Privatsektors. China etwa stand jüngst beim IWF in der Kritik, einen drastischen Anstieg der Schuldenquote, vor allem des Privatsektors zu erlauben. Diese Entwicklung wird wegen der Schuldenhöhe, aber auch wegen der Anstiegsdynamik als zunehmendes Wachstumsrisiko für die chinesische Wirtschaft identifiziert.

Sind diese Aussagen grundsätzlich richtig? Was spiegelt die aktuelle Verschuldungsdynamik in ausgewählten Ländern wider, und welche Wachstumsrisiken ergeben sich? Aufschluss geben Daten der Bank für Internationale Zahlungsströme (BIZ).

## ... doch die weltweite Schuldenquote fängt bereits an, zu sinken ...

Der Schuldenaufbau in Form zunehmender Kreditnachfrage mag aktuell tatsächlich an Dynamik zulegen. Entscheidend ist jedoch die Verschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung, also die Schuldenquote. Und die ist global (weltweite Verschuldung der Staaten und des Privatsektors ohne Finanzdienstleister) seit dem vierten Quartal 2016 und damit bereits ein Jahr rückläufig. Vor 2016 hatte sie zuletzt deutlich zugelegt. Wie Abb.1 zeigt, steigt die Schuldenquote vor allem in Phasen schwachen BIP-Wachstums. Dies mag zwangsläufig so sein, da das BIP den Nenner der Quote darstellt. Wäre die globale Wirtschaft jedoch durch Schulden- bzw. Kreditwachstum getrieben, so müsste die Quote auch in Zeiten hohen Wachstums zunehmen, was nicht der Fall ist. Die Quote steigt bei schwachem Wachstumsverlauf bzw. bei wirtschaftlichen Einbrüchen wie im Jahr 2009 und sinkt bzw. stabilisiert sich in Phasen hohen BIP-Wachstums wie vor der Finanzkrise und aktuell.

Abb. 1: Schulden (Staat und privater Nicht-Finanzsektor) in % des BIP - weltweit



Quelle: BIZ

## ... und dies ist eher das Ergebnis eines höheren Wachstums als der Grund für ein niedriges Wachstum – ...

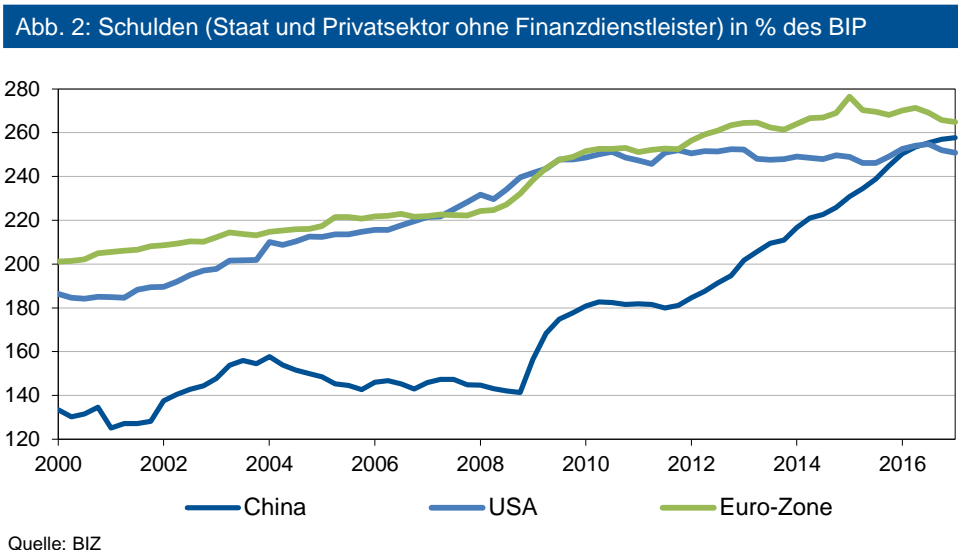
Empirisch lässt sich ein eindeutiges und statistisch signifikant negatives Verhältnis zwischen weltweitem BIP-Wachstum und globaler Schuldenquote feststellen. Das Argument, dass Schulden die Weltwirtschaft vorantreiben, findet somit keine empirische Bestätigung: Nimmt das Wirtschaftswachstum zu, geht dies global mit einer sinkenden Schuldenquote einher. Doch was ist die kausale Beziehung zwischen diesen beiden Größen? Führt ein geringeres Wachstum zu einer höheren Schuldenquote, oder ist es der Anstieg der Schuldenquote, der zu schwachem Wachstum führt (Stichwort Überschuldung)? Auch hier sind die empirischen Ergebnisse und Tests eindeutig: Es ist das Wachstum, das zu einer Anpassung der Schuldenquote führt. Dies gilt sowohl für den Zeitraum 2000 bis 2017 als auch für die Phasen vor (2000 - 2008) und nach der Finanzkrise (2010 – 2017). Höheres Wachstum führt zu einer sinkenden Schuldenquote. Die Lösung für eine tragfähige Verschuldung liegt deshalb im Wachstum. Eine abnehmende Schuldenquote wird durch Wirtschaftswachstum erreicht und

nicht durch ambitionierte Sparaktivitäten, die die Wirtschaft oftmals in eine Rezession drängen und somit kontraproduktiv für die Stabilisierung der Schuldenquote sind. Dies gilt zumindest für die Weltwirtschaft insgesamt.

Bei der Beurteilung des Einflusses der Staatschulden auf das Wachstum wird oftmals ein kritisches Niveau der Schuldenquote vermutet. Steigt die Quote über dieses Niveau, belastet sie das Wachstum. Unklar ist allerdings, wo das Niveau dieser Schuldenquote liegt. Zudem mag sie für einzelne Länder unterschiedlich ausfallen.

**... doch gilt dies auch für die Euro-Zone und die USA?**

Die Schuldenentwicklung großer Volkswirtschaften verläuft durchaus unterschiedlich, wie Abb. 2 zeigt. Seit dem dritten Quartal 2016 ist die Staatsschuldenquote in der Euro-Zone rückläufig. Es ist bekannt, dass anhaltend stabiles Wirtschaftswachstum und niedrige Zinsen dank EZB-Politik die Schuldenfähigkeit der Euro-Staaten maßgeblich geprägt haben. Doch auch bei der Gesamtverschuldung zeigt sich eine Wende. Dennoch weist die Euro-Zone im Vergleich zu den USA oder China immer noch die höchste Gesamtschuldenquote auf.

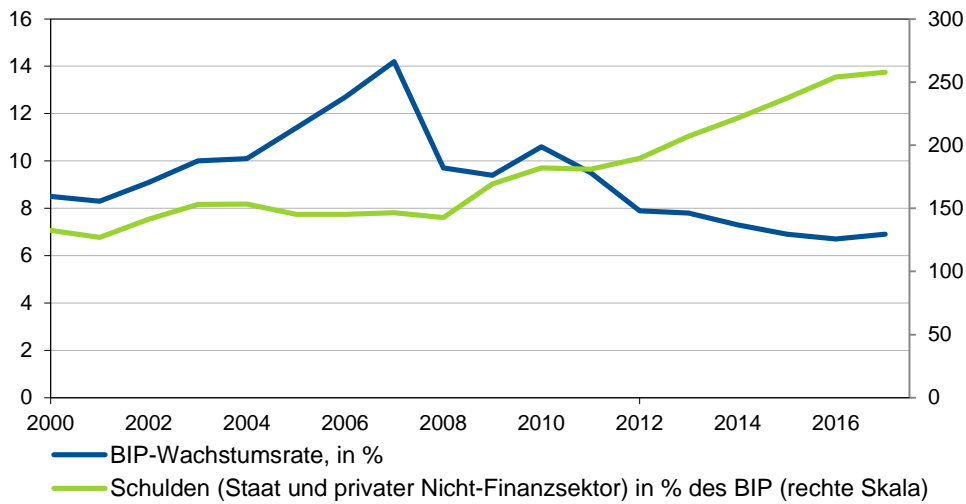


Für die Schuldendynamik in der Euro-Zone sind die Kausalitätstests weniger eindeutig, auch wenn zumindest seit der Finanzkrise eine ähnliche Beziehung zwischen Wachstum und Gesamtschuldenquote zu bestehen scheint wie für die Weltwirtschaft. Für die USA gilt ebenfalls die negative Beziehung, allerdings kann keine eindeutige Kausalität festgestellt werden. Doch gerade diese weniger klaren empirischen Ergebnisse sind bedeutend. Denn damit sind oft getätigte Aussagen mit Skepsis zu betrachten. Eine sinkende Schuldenquote führt also nicht automatisch zu einem niedrigeren Wachstum und eine hohe Schuldenquote nicht unbedingt zu einem wirtschaftlichen Einbruch.

**Und was ist mit China?**

Das chinesische Wirtschaftswachstum hat sich seit der Finanzkrise von 10,6 % im Jahr 2010 auf 6,7 % im Jahr 2016 verlangsamt, und die Schuldenquote ist von rund 180 % auf fast 260 % des BIP angestiegen. Häufig wird argumentiert, dass Chinas Regierung eine steigende Schuldenquote toleriert bzw. sogar fördert, um die Wirtschaft des Landes zu stützen. Empirische Ergebnisse sind allerdings nicht eindeutig. Zwar gilt für die gesamte Periode zwischen 2000 bis 2017 ein negativer Zusammenhang zwischen Wachstum und Schuldenquote, und Treiber der Schuldenquote ist die schwächere Wirtschaftsdynamik. Der Grund für die steigenden Schuldenquoten ist deshalb in der Wachstumsverlangsamung zu finden. Aber solch eine klare Kausalität kann für die Phase nach der Finanzkrise empirisch nicht bestätigt werden. Dabei ist die Schuldendynamik sicherlich nur ein Aspekt des chinesischen Wachstumsverlaufs, deren Anstieg auch einem Konjunkturprogramm gleichkommen kann. Die Wachstumsrate sinkt und benötigt eine Stütze in Form einer ansteigenden Schuldenquote. Da jedoch die Kausalitätstests nicht eindeutig sind, und der Schuldenanstieg bedeutend ist, kann sehr wohl an der Effektivität des Schuldenanstiegs als Stütze des Wachstums gezweifelt werden. Anders herum würde bereits eine moderate Wachstumsbeschleunigung ausreichen, um die Quote zu senken bzw. zu stabilisieren. In diesem Jahr sind erste Stabilisierungstendenzen bei der chinesischen Schuldenquote zu erkennen. Dieses Jahr wird auch das erste seit 2010 sein, in dem sich das chinesische Jahreswachstum beschleunigen sollte. So scheint doch die Höhe des Wirtschaftswachstums die Schuldenquote zu bestimmen.

Abb. 3: China - Schuldenquote und BIP-Wachstum; 2017 = IKB-Erwartung



Quellen: BIZ; IKB-Berechnung

Die Rating Agentur S&P hat das Risiko der chinesischen Kreditdynamik mit Hilfe eines Modells analysiert, bei dem die Kreditvergabe (und damit steigende Schuldenquoten) das Wachstum treibt. Die obigen Ergebnisse lassen an solch einem Modell zweifeln. Auch wenn es unterschiedliche Einschätzungen und Interpretationsmöglichkeiten gibt, entscheidend ist: Die Behauptung, Wachstum werde durch die Kreditvergabe bestimmt und hohe Schuldenquoten würden notgedrungen zu einem niedrigeren Wachstum führen, kommt nicht als universelle Wahrheiten in Betracht. Und zu argumentieren, die aktuelle Erholung – in China und auch global – sei nicht nachhaltig, weil die Schuldenquoten hoch sind, ist ebenfalls nicht uneingeschränkt zutreffend. Der Zusammenhang zwischen Schuldenquoten und Wachstum wird von verschiedenen Variablen beeinflusst, die sich in verschiedenen Ländern unterschiedlich auswirken können. Hierfür mag es viele Gründe geben. Nicht zuletzt wird Wachstum auch von der Angebotsseite getrieben und durch Strukturreformen beeinflusst und erhält Impulse nicht nur über die Kreditnachfrage.

**Fazit:** Der Zusammenhang zwischen Schuldenquoten und Wirtschaftswachstum ist kausal bei weitem nicht so eindeutig, wie es oftmals dargestellt wird. Steigt das Wachstum als Folge zunehmender Verschuldung an, oder führt ein höheres Wachstum zu einer niedrigeren Schuldenquote?

Eine Analyse der Daten für die Weltwirtschaft führt insgesamt zu einem eindeutigen Ergebnis: Schuldenquote und Wachstum weisen eine negative Beziehung auf. Ein höheres Wirtschaftswachstum beeinflusst und reduziert die Schuldenquote. Im Falle Chinas sind die empirischen Ergebnisse weniger eindeutig. Pauschale Aussagen über zunehmende Risiken in Folge steigender Schuldenquoten sind nur begrenzt angebracht – wenn überhaupt. Für die Euro-Zone deuten die Daten zumindest seit der Finanzkrise darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum die Schuldenquote beeinflusst bzw. reduziert und nicht anders herum. Ein anhaltend hohes Wachstum und damit eine unterstützende Geldpolitik sind deshalb notwendig, um die bereits eingeleitete Senkung der Schuldenquote weiter voranzutreiben.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Böttkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

30. November 2017

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz