



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Fazit: Die privaten und staatlichen Schuldenquoten werden aufgrund der Coronakrise und des daraus resultierenden BIP-Einbruchs deutlich ansteigen. Das ist insofern akzeptabel, weil der Fokus aktuell darauf liegen muss, ausreichende Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Doch wie geht es nach der Coronakrise weiter? Wie nach der Finanzkrise dürften die Schuldenquoten infolge der unterstützenden Geldpolitik und der sich erholenden Konjunktur wieder sinken. Grundsätzlich fließt aber nicht genug Vermögen in die Realwirtschaft. Vielmehr fließen Investitionen zunehmend in die globalen Finanzmärkte, die allerdings nicht für allgemeinen Wohlstand sorgen. Damit wieder zunehmend in die Realwirtschaft investiert wird, gilt es, deren Attraktivität im Vergleich zu Anlagemöglichkeiten im Finanzsektor zu erhöhen.

Dafür ist Vertrauen erforderlich, das die Fiskalpolitik durch ein Konjunkturprogramm kurzfristig wiederherstellen kann. Grundsätzlich sollte aber vor allem die Attraktivität des Investitionsstandorts Europa verbessert werden. Dazu muss die Euro-Zone die anhaltenden Unsicherheiten und Zweifel über ihre zukünftige Ausgestaltung dringend ausräumen. Dies beinhaltet unter anderem eine nachhaltige Lösung der Staatsschuldenproblematik und ein grundsätzlich höheres Maß an politischer Integration.

Krisenbeschwörer haben Hochkonjunktur, ...

Krisenbeschwörer haben aktuell Hochkonjunktur – vor allem wenn es darum geht, die Konsequenzen des erneuten Schuldenanstiegs darzulegen. So wird in der Analyse der aktuellen Effektivität der EZB-Politik gerne auf den Einfluss der Schulden auf das Wirtschaftswachstum verwiesen. Der Wachstumsbeitrag der Schuldenausweitung wäre heute bedeutend geringer als früher und somit ineffektiv – so das Argument. Gründe hierfür seien Fehlallokation, Zombiefirmen und eine generelle Überschuldung, alles Folgen der Geldpolitik. Die Schlussfolgerung dieser Argumentation ist demnach, dass die Notenbanken die Volkswirtschaften in eine Sackgasse geführt haben und die Lösung sicherlich nicht „weiter so“ sein kann. Der Schuldenanstieg führe kaum noch zu Wachstum, erhöhe also die Schuldenquoten, die aber in Verbindung mit dem niedrigen Wachstum nicht mehr tragfähig seien – ein Kreislauf, der letztlich zu einem realwirtschaftlichen und finanziellen Kollaps führe. Somit seien immer niedrigere Zinsen erforderlich, um die Schulden bedienen zu können.

Wie der konkrete Ausweg aussehen kann, ist weniger klar. Generell behaupten die Gegner einer expansiven Geldpolitik, Notenbanken hätten eine Alternative, wollten diese aber nicht anwenden. Tatsächlich sind die Alternativen für die EZB allerdings sehr begrenzt – vor allem in der aktuellen Krisenzeit. Das heißt aber nicht, dass extreme wirtschaftliche Entwicklungen wie Inflation, ein Finanzcrash oder eine anhaltende Depression in der Realwirtschaft unausweichlich bevorstehen. **Es sind vielmehr Verteilungsthemen, die es in Folge des immensen Aufbaus von Schulden und Vermögen neu zu regeln gilt.** Auch sind die aktuell niedrigen Zinsen nicht der Grund für die nächste Krise, sondern ein wichtiges Instrument der Notenbanken, da sie die Schuldentragfähigkeit stützen und somit der Wirtschaft Zeit geben, die Verteilungsthemen über Zeit zu strecken.

... doch Perspektive ist gefragt, ...

In der Diskussion um die Schulden thematik wird oftmals der Aufbau von Vermögensbeständen vergessen. Doch was für Schulden gilt, ist auch für die andere Seite der Bilanz zutreffend. Somit wäre also das Argument eines immer weniger effektiven Schuldenaufbaus mit der Aussage gleichzusetzen, dass ein Vermögensaufbau heute einen kleineren Wachstumsbeitrag für die Realwirtschaft liefert, als dies früher der Fall war. **Ursache hierfür ist nicht die Überschuldung, Gründe sind vielmehr mangelndes Vertrauen in die Konjunkturentwicklung, fehlende**

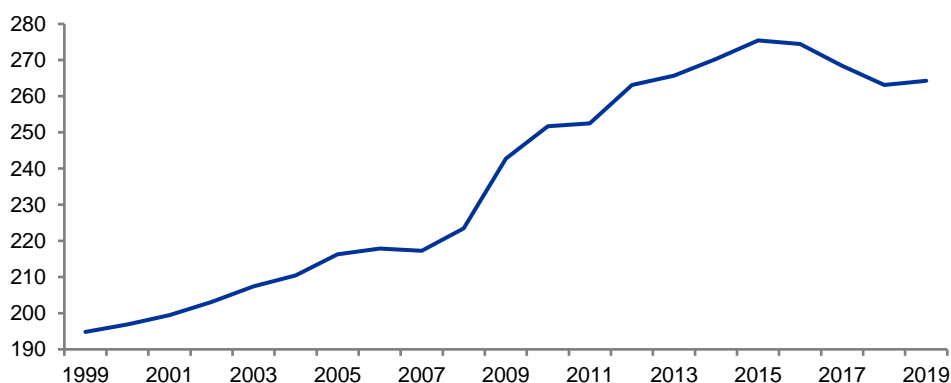
Investitionsmöglichkeiten in der Realwirtschaft und eine ungünstige Vermögensverteilung. Auch wird immer mehr Vermögen von institutionellen Investoren und Hedgefonds gehalten, die kaum unternehmerisch tätig sind und vorrangig in Vermögen investieren, für das es einen liquiden Markt gibt. So verdrängt Vermögensinflation reale Investitionen, doch nur diese können Wohlstand für eine Volkswirtschaft schaffen. Schließlich führte eine höhere Bewertung von Aktien, Anleihen oder die Anhäufung von Geldkonten zu keinem höheren BIP, eine Investition in eine Maschine oder in Forschung & Entwicklung hingegen schon. Finanzinvestitionen von Institutionellen Investoren führen hingegen zu einem immer größeren Anteil des Vermögens außerhalb der Realwirtschaft. Sinkende Zinsen helfen nicht, diese Entwicklung zu stoppen, da sie nur sehr begrenzt zu einer Umschichtung von Investitionen in die Realwirtschaft führen. Somit mag in der Tat der Einfluss eines Schulden- und Vermögensaufbaus auf das Wirtschaftswachstum durch einen sich ausweitenden Finanzsektor reduziert worden sein.

In unsicheren Zeiten steigt die Sparquote und damit nehmen auch die Bestände an liquidem Vermögen außerhalb des Wirtschaftskreislaufs zu. Die Geldmenge M3 mag dann zwar relativ groß sein, die in der Realwirtschaft zirkulierende Geldmenge ist aber deutlich geringer. Doch diese Entwicklung ist nicht nur in Krisenzeiten zu beobachten, sondern sie ist ein strukturelles Thema: **Vermögensbestände sind zunehmend ungleich verteilt und werden von global agierenden institutionellen Investoren gehalten, deren Fokus nicht auf der Realwirtschaft liegt.** Die chinesische Notenbank kann als Beispiel dienen. Sie hat aufgrund ihres Leistungsbilanzüberschusses gegenüber den USA über Jahre einen hohen Bestand an US-\$-Vermögen angehäuft. Diese US-\$-Konten der chinesischen Notenbank sind zwar immer noch Bestandteil der Geldmenge der USA, fließen aber nicht in die US-Realwirtschaft zurück. Nur indirekt dürften sie einen Einfluss haben, weil die chinesische Notenbank Teile ihrer Reserven in US-Wertpapieren hält und so Druck auf US-Renditen ausübt.

... denn der Anstieg der Schuldenquote ist keine Voraussetzung für Wachstum

Wird der Einfluss der Vermögen- und Schuldenausweitungen auf Wachstum infolge der Corona Krise weiter nachhaltig sinken und somit das oft kritisierte Modell eines durch Kredite verursachten realen Wachstums an seine Grenzen bringen? **Eine Studie der Bank für Internationale Zahlungsziele (<https://www.bis.org/publ/work416.pdf>) hat schon vor geraumer Zeit gezeigt, dass es nicht immer eines größeren Kreditvolumens bedarf, um Wirtschaftswachstum zu generieren. Dies gilt gerade nach einer Krise. Die Entwicklung von BIP-Wachstum und Kreditvergabe in der Euro-Zone bestätigen das.** Seit der Finanzkrise hat die Dynamik der Kreditvergabe in der Euro-Zone deutlich nachgelassen. Infolge dessen hat sich auch das Verhältnis von Krediten zum BIP geändert. Das stabile und relativ hohe Wirtschaftswachstum der letzten Jahre hat die Kreditquote in der Euro-Zone von 275 % auf unter 265 % des BIP im Jahr 2019 und damit um über 10 Prozentpunkten gesenkt. Generell sind bedeutende Anstiege der Kreditquote tendenziell nicht in Phasen großen Wirtschaftswachstums zu beobachten, sondern eher in konjunkturellen Schwächephasen. Das "billige Geld" hat auch in den letzten Jahren nicht das Wirtschaftswachstum angetrieben.

Abb. 1: Euro-Zone: Kredite an den Privatsektor, in % des BIP



Quellen: BIS; IKB-Berechnung

In einer Krise brauchen Unternehmer Liquidität, weil die Wirtschaft ins Stocken geraten ist und Einnahmequellen versiegen. Deshalb ist aktuell eine deutlich erhöhte Kreditnachfrage von Unternehmen zu erkennen. Die daraus

resultierende Zunahme der Schuldenlast führt zu einem deutlichen Anstieg der Schuldenquoten. Mit sich normalisierenden Erwartungen und einer Rückkehr des Vertrauens von Unternehmen und Verbrauchern wird Liquidität wieder der Realwirtschaft zugeführt werden und Wachstum generieren. Das führt zu einer reduzierten Schuldenquote. Somit folgen einem deutlichen Anstieg der Schuldenquote aufgrund einer Krise auch immer eine Stabilisierung und ein möglicher Rückgang der Schuldenquote. Da Vertrauen mit Wachstum zunimmt, ist es eher das Wachstum, das die Kreditvergabe bestimmt. **Weil Wachstum auch durch einen erhöhten Rückfluss von existierendem liquidem Vermögen in die Realwirtschaft generiert wird, sinkt infolge die Nachfrage nach Krediten.** Das sorgt für eine Verringerung der Schuldenquote.

Grundsätzlich sind für den Einfluss des Schuldenaufbaus auf das Wirtschaftswachstum die Umstände entscheidend, die das Investitionsverhalten bzw. das Vertrauen in die Realwirtschaft bestimmen. Bei fehlendem Vertrauen ist eher ein unzureichender Aufbau von Schulden und Vermögen das Problem. Fehlendes Vertrauen führt zu reduzierter Kreditnachfrage und niedrigerem Wachstum aufgrund fehlender Investitionen. Langfristige Entwicklungen wie das nachlassende Potenzial für Produktivitätswachstum könnten die Investitionsmöglichkeiten in der Realwirtschaft zusätzlich strukturell dämpfen, während starkes Geldmengenwachstum in volatilen Zeiten eher spekulatives Verhalten auf den Finanzmärkten fördert als reales Wachstum.

Allerdings investieren Finanzinvestoren wiederum in Staatsanleihen, was dem Staat erlaubt, Vermögen in die Realwirtschaft zurückzuführen. Tendenziell steigende Schuldenquoten des Staates zeugen von diesem Versuch, durch staatliche Investitionen oder Konsum Vermögen in die Realwirtschaft umzuleiten. Dieses durch Staatsschulden getriebene Wachstum kann jedoch die Schuldentragfähigkeit von Staaten stark belasten. So haben Industrieländer schon seit längerem ein Problem mit der effektiven Nachfrage in ihren Volkswirtschaften. Vermögen ist zunehmend ungleich verteilt und wird vor allem auf lokalen sowie globalen Finanzmärkten investiert bzw. als liquides Vermögen geparkt. Grundsätzlich ist es eine Frage der relativen Attraktivität, ob Vermögen in realwirtschaftliche oder Finanzinvestitionen fließt.

Aktuell sollte eine schnelle Rückkehr zu Wirtschaftswachstum oberste Priorität haben, um das Vertrauen und damit die relative Attraktivität von realwirtschaftlichen Investitionen aufzubauen. Dies wird weniger durch Kreditzusagen erreicht, als durch die effektive Stimulierung der Nachfrage, etwa in Form eines staatlich aufgelegten Konjunkturprogramms. Oftmals werden stattdessen eine stärkere Regulierung der Finanzmärkte, Transaktionssteuern und Kapitalkontrollen sowie Vermögenssteuern und Umverteilung favorisiert, um Vermögen in die Realwirtschaft zu leiten. Die Attraktivität des Finanzsektors zu reduzieren und Eigentumsrechte in Frage zu stellen ist jedoch weniger wirkungsvoll als die Realwirtschaft selbst zu stimulieren. Negative Zinsen, Steuererleichterungen, sowie ein grundsätzlich wettbewerbsfähiger Produktionsstandort sind deshalb eher entscheidend. Auch muss die Eurozone anhaltende Unsicherheiten und Zweifel über ihre zukünftige Ausgestaltung dringendst angehen.

Abb. 2: Kreditwachstum des Privatsektors, in % zum Vorjahr



Quelle: BIS; IKB-Berechnung

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 Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen 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 eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen 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.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) 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-Böttzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

15. Juni 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg