

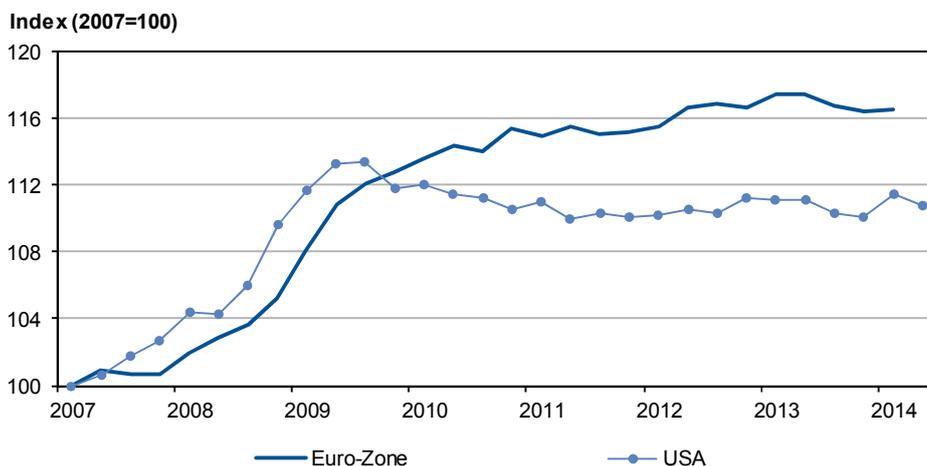
Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Die aktuelle Studie „Deleveraging, What Deleveraging?“ vom International Center for Monetary and Banking Studies zeigt: die Welt hat sich seit der Finanzkrise nicht entschuldet, sondern die Schulden sind in Relation zum BIP weiter angestiegen; für die Autoren ein Zeichen, dass die Krisengefahr bzw. die Sorge vor einer erneuten Krise immer noch relativ groß ist. Die Finanzkrise hat sehr deutlich gezeigt, dass Länder mit hoher privater und öffentlicher Verschuldung anfällig für wirtschaftliche Einbrüche sind. Hohe Schuldenquoten sind zwar nicht unbedingt Auslöser für wirtschaftliche Korrekturen und Stagnation, stellen aber einen Eskalationsfaktor dar. Eine hohe Schuldenquote erhöht die Notwendigkeit von Wirtschaftswachstum als Stabilisator bzw. vergrößert den Einfluss einer Rezession.

Ein Ziel von Wirtschaftspolitik ist deshalb nicht tragfähige Schuldenquoten zu verhindern. Sind die Schuldenquoten allerdings bereits hoch und die Wirtschaft leidet unter Stagnation und Finanzkrise, kann die Lösung nicht in ambitionierten Sparmaßnahmen liegen. Was in Jahren des Wachstums vernachlässigt wurde, kann in Krisenzeiten nicht nachgeholt werden. Denn der Vertrauensverlust durch eine Sparpolitik würde die negative Spirale in der Realwirtschaft noch verschärfen, mit dem Ergebnis, dass die Schuldenquote infolge eines rückläufigen BIP aller Voraussicht nach sogar weiter ansteige. Erforderlich ist dann in erster Linie eine Wirtschaftspolitik, die die Stabilisierung des Unternehmer- und Konsumentenvertrauens zum Ziel hat, was die Wirtschaft wieder auf einen Pfad der Stabilisierung bzw. des moderaten Wachstums lenkt. Hierfür kann sogar kurzfristig eine höhere absolute Verschuldung in Kauf genommen werden.

Sparen und damit einhergehend die Binnennachfrage zu reduzieren hat auch in der aktuellen Situation relativ wenig gebracht, wie die Beispiele Portugal und Griechenland zeigen; Spanien und Irland stehen hingegen besser da, weil die Wirtschaft wächst. Abbildung 1 veranschaulicht die Gesamtverschuldung (Staat, Haushalte und Unternehmen) in Relation zum BIP für die USA und die Euro-Zone. Obwohl die absoluten Schulden in der Euro-Zone im Vergleich zu den USA langsamer ansteigen, nimmt die Schuldenquote angesichts des schwachen BIP-Verlaufs tendenziell weiter zu. In den USA ist hier bereits eine Stabilisierung zu erkennen, obwohl die absoluten Schulden weiterhin fast linear ansteigen.

Abb. 1: Gesamtverschuldung in Relation zum BIP für die USA und Euro-Zone

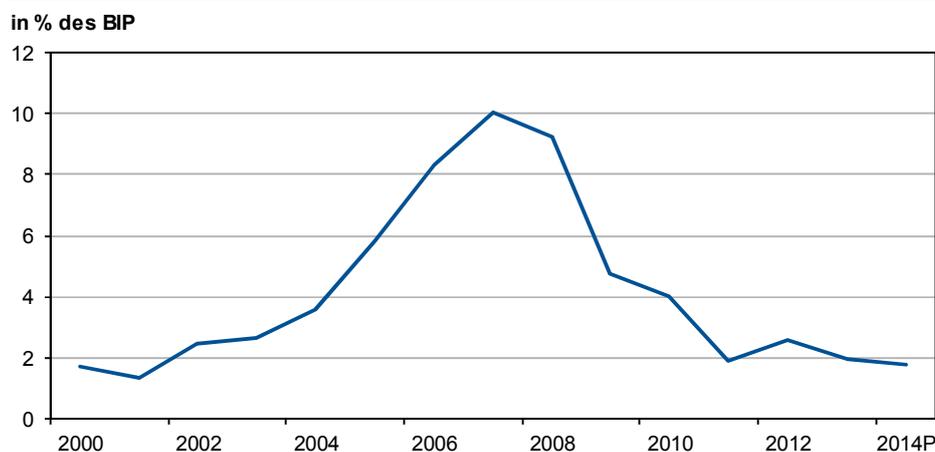


Quellen: BEA; EZB; Fed; IKB

Höheres Wirtschaftswachstum, und eine fallende Arbeitslosenquote, die Erholung des Häusermarktes und anderer Vermögenspreise haben inzwischen die Bilanzen und das verfügbare Einkommen der US-Haushalte deutlich verbessert. Das wiederum legt die Grundlage für höhere private Konsumausgaben und Verschuldung. In der Euro-Zone hingegen hat das schwache Wachstum die Tragfähigkeit der Schuldenquoten sehr belastet. **Auf beiden Seiten des Atlantiks ist allerdings die Notenbank durch ihre Ultra-Niedrigzinspolitik zum wichtigsten Stabilisierungsfaktor für die Schuldenquoten geworden. Deshalb ist der Begriff von strukturell notwendigen Niedrigzinsen noch auf lange Sicht angebracht.**

Sparen und gleichzeitiges Wachstum können nur durch exogene Impulse eintreten. Dies könnten ein Investitionsboom aufgrund technologischer Fortschritte sein oder die zunehmende Ausrichtung auf Exporte. Strukturreformen und höhere Wettbewerbsfähigkeit sollen dementsprechend die externe Nachfrage (Exporte) steigern, was die durch Sparmaßnahmen induzierte Rückführung der Binnennachfrage kompensiert. Das BIP wächst dann trotz des reduzierten lokalen Schuldenaufbaus, wodurch sich die Schuldenquote stabilisiert bzw. verringert. Entsprechend wird durch Strukturreformen, höhere Produktivität und Exporte die Schuldentragfähigkeit verbessert, da die Wirtschaft selbst bei Sparmaßnahmen Wachstumsimpulse generiert. Bei einem Leistungsbilanzüberschuss produziert die Volkswirtschaft mehr als sie konsumiert. Leider können dies aber nicht alle Länder gleichzeitig tun. Denn dem Leistungsbilanzüberschuss eines Landes steht das Defizit eines anderen entgegen. Somit setzt der Ansatz wiederum die Bereitschaft anderer Länder voraus, ihre Schuldenquoten zu erhöhen. **Wenn der Versuch eines Schuldentrückgangs in der industrialisierten Welt durch Strukturreformen erfolgreich sein soll, muss es andere Länder geben, die bereit sind, höhere Schulden aufzubauen und eine Verschlechterung ihrer Leistungsbilanz zu erfahren. Wie Abbildung 2 zeigt, hat diese Rolle in den letzten Jahren vor allem China ausgefüllt. Die Theorie, dass Länder, die durch Leistungsbilanzüberschüsse wachsen, indirekt höhere Schuldenquoten in anderen Ländern forcieren, findet hier ihre Bestätigung.**

Abb. 2: Chinesischer Leistungsbilanzsaldo



Quelle: IWF

Oftmals wird Sparen als Grundlage von Wirtschaftswachstum angesehen, da nur durch Sparen Kapital für Investitionen geschaffen werden kann, was wiederum höheres Wachstum sicherstellt. Diese Sichtweise basiert auf der klassischen volkswirtschaftlichen Theorie, die besagt, dass Sparen und Investitionen durch Zinsen ins Gleichgewicht gebracht werden. Wird zu wenig gespart, steigen die Zinsen und würgen Investitionen ab. Angesichts einer Notenbank, die die Geldmenge bestimmt, ist jedoch der Kreislauf zwischen Investitionen und Sparen gebrochen. Eine Volkswirtschaft muss nicht sparen, damit investiert wird, da die Notenbank die Geldmenge unabhängig vom Sparen ausweiten kann. Nun mag argumentiert werden, dass entscheidend ist, dass das Wachstum durch Investitionen und nicht durch Konsum getrieben wird. Denn Investitionen erhöhen das Wachstumspotenzial, Konsumausgaben nicht. Doch ohne Konsum gibt es keine Grundlage für höhere Investitionen und eine Ausweitung der Produktionskapazitäten. So braucht es beides: Investitionen, die das potenzielle Wachstum steigern, aber auch Konsum, um die Nachfrage zu schaffen. Hierbei gibt es keinen Trade-off. Eine Volkswirtschaft muss nicht weniger konsumieren und damit mehr sparen, um Investitionen sicherzustellen, da die Notenbank kurzfristig virtuelles Vermögen durch ihr Monopol der Geldschöpfung schafft.

Wird dieses virtuelle Vermögen nicht durch ansteigende reale Vermögenswerte (niedrige Investitionen führen zu keinem höheren Wachstum) in der Zukunft unterstützt, mag dies zu einem Vertrauensverlust in die Währung und somit zu Inflation führen. Die hohen Schuldenquoten der Industrieländer zeigen jedoch, dass eine exzessive Geldmengenausweitung nicht zu Inflation führen muss. **Konsum kann sich schneller nach unten anpassen als Investitionen bzw. überschüssige Kapazitäten, sodass gezieltes oder forciertes Sparen als Folge einer hohen Verschuldung zu einem deutlichen Nachfragedefizit relativ zur Angebotsseite führt, was eine negative Wachstumsspirale und Deflationsrisiken mit sich bringt.**

**Fazit:** Es ist sinnvoll, vermehrt zu investieren und weniger zu konsumieren, um einen destabilisierenden oder exzessiven Schuldenaufbau zu verhindern, der sich in einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits zeigt. Sind allerdings hohe Schulden bereits aufgebaut, verschlimmert Sparpolitik die Schuldentragfähigkeit eines Landes deutlich. Erforderlich sind dann Abschreibungen auf das virtuelle Vermögen durch Ausfälle, höhere Inflationsraten oder höhere Investitionen, denen aber die Nachfrage oftmals fehlt. Deshalb hat sich auch Keynes in einer solchen Situation für eine kurzfristige Nachfragestimulierung und die Aufnahme von weiteren Schulden ausgesprochen, um insbesondere Investitionen zu steigern und einen Rückgang der Geldmenge zu verhindern.

Eine zu hohe Schuldenquote ist das Ergebnis von schwachem Wachstum und oder von exzessiver Kreditausweitung. Ersteres geht mit Pessimismus einher, letztere mit Optimismus. Benötigt wird in jedem Fall Vertrauen in das zukünftige Vermögen oder in die Nachfrage. Wer konsumiert, erwartet ein höheres bzw. stabiles zukünftiges Einkommen, wer investiert, erwartet zukünftige Nachfragesteigerungen. Deshalb wird erst durch konjunkturelle Erholung der Raum für mittelfristige Sparmaßnahmen geschaffen.

Schuldenabbau mag sich zwar teilweise auch durch Exportwachstum und damit verbesserter Wettbewerbsfähigkeit, Strukturreformen sowie einem schwachen Euro-Wechselkurs erreichen lassen. Allerdings werden in diesem Fall andere Länder benötigt, die bereit sind, eine höhere Schuldenquote und eine Verschlechterung der Leistungsbilanz in Kauf zu nehmen – eine Rolle, die in den letzten Jahren China einnahm. Doch die **Weltwirtschaft kann sich nicht durch Strukturreformen und erhöhtes potenzielles Wachstum entschulden – schließlich braucht es jemanden, der die Nachfrage sicherstellt.** Vor diesem Hintergrund sollten die Zinsen noch auf lange Sicht niedrig bleiben, um die Schuldentragfähigkeit trotz des niedrigen Wachstums vor allem in den Industrieländern sicherzustellen. Notenbanken weltweit und insbesondere die Fed werden angesichts der öffentlichen und privaten Schuldenquoten von jeglicher ambitionierten Zinssteigerung weiterhin Abstand halten. Dies kann zwar nicht die alleinige Lösung sein, doch es fehlt die Alternative.

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-Bötzkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

5. November 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann