

## Krisenzeiten: Was Schulden vermögen und was Vermögen schulden

Michael Dauderstädt<sup>1</sup>

### Auf einen Blick

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass ein System mit immer ungleicherer Einkommens- und Vermögensverteilung nicht stabil ist. Die Überwindung muss an dieser Krisenursache ansetzen und sollte nicht das Modell kreditgetriebenen Wachstums an sich untergraben. Die Einkommen der Schuldner müssen wachsen und die Vermögensbesitzer mehr für Konsum oder reale Investitionen ausgeben. Das ist am ehesten in einem erneuten Wachstumsprozess möglich, dessen Ergebnisse aber anders verteilt werden müssen. Dabei sollten weder steigende Preise noch eine stärkere Rolle des Staates bei der Umverteilung tabu sein, denn als Alternative droht eine Spirale sinkender Einkommen und zunehmender Insolvenzen.

Im Vorfeld der Finanzkrise stieg in vielen Volkswirtschaften die Schuldenquote, also der Wert der Schulden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), in den USA von etwa 150% 1970 auf über 300% 2007<sup>2</sup>. In Deutschland weisen alle inländischen Sektoren für 2007 Verbindlichkeiten in Höhe von über 800% der verfügbaren Einkommen aus, während der entsprechende Wert für 1997 noch ca. 660% betrug.<sup>3</sup> In der Regel steigen innerhalb eines Landes die Vermögen im Gleichschritt mit den Schulden, soweit nicht gegenüber dem Ausland größere Bestände an Forderungen oder Verbindlichkeiten aufgebaut werden. Letztlich ist zwar global die Summe der finanziellen Schulden und Vermögen wieder gleich; aber weltweit haben die Ungleichgewichte in Form von Zahlungsbilanzdefiziten und damit die Forderungsbestände gegenüber anderen Ländern zugenommen. Das schnelle Wachstum der Schulden und Vermögen weit über das Wachstum des BIP hinaus sahen viele Beobachter als Hauptursache der Krise.

### Schulden und Vermögen in Deutschland

Die meisten Institutionen, Haushalte, Unternehmen, der Staat usw. verfügen sowohl über Schulden als auch Vermögen. Wenn man sich auf Nettositionen beschränkt, so sitzen die Gläubiger in den privaten Haushalten, die in Deutschland über ein Nettogeldvermögen von etwa 3 Billionen € verfügen. Diese Vermögen sind stark in den Händen der reichsten Haushalte konzentriert.<sup>4</sup> Die Schuldner sind

die nicht-finanziellen Unternehmen mit 1,6 Billionen €, der Staat mit einer Billion € und das Ausland mit 400 Milliarden € an Nettoverbindlichkeiten, wobei die Bruttowerte deutlich höher liegen (Staat 1,6; Unternehmen 4,4 Billionen €). Zwischen Endschuldern und Gläubigern steht der Finanzsektor, der zwar nur über ein relativ geringes Nettovermögen verfügt, aber über eine Bilanzsumme von 9 Billionen € jeweils an Geldvermögen und Verbindlichkeiten. Das Wachstum dieser Positionen war für den eingangs erwähnten Schuldenanstieg hauptverantwortlich.<sup>5</sup>

Wozu dient dieser Vermittlungsberg, der ein Vielfaches des Nettobedarfs ausmacht? Im Wesentlichen transformiert der Finanzsektor Fristen, Zinssätze, Währungen und die damit verbundenen Risiken, um die Bedürfnisse der Gläubiger und Schuldner zu befriedigen und dabei natürlich auch selbst Geld zu verdienen. Die Bilanzen wurden durch immer höhere Hebel mit dem Ziel der Steigerung der Eigenkapitalrendite verlängert. Sachvermögen wurde in Geldvermögen verwandelt (durch Kredite zur Finanzierung von Privatisierungen beim Staat oder zum Kauf von Familienunternehmen durch „Heuschrecken“).

Dieser wachsende Berg von Schulden und Vermögen über der Realwirtschaft ist nicht ohne Wirkungen. Geht man davon aus, dass Schulden mit einem bestimmten Zinssatz zu verzinsen sind, so bedeutet z.B. ein Schuldenberg in Höhe von 400% des BIP bei einem Zinssatz von 5%, dass Zinszahlungen in Höhe von 20% des BIP fließen müssen, also ein Fünftel der Einkommen von den Schuldnern zu den Gläubigern umverteilt wird.<sup>6</sup> Die ungleiche Vermögensverteilung zieht also eine ungleichere Einkommensverteilung nach sich. Umgekehrt wachsen die Vermögen weiter, wenn die Zinseinnahmen akkumuliert und nicht verausgabt werden. Unter Stabilitäts Gesichtspunkten (die Ungleichheitsaspekte seien erst mal vernachlässigt) geht es aber darum, ob der Schuldenstand nicht zu hoch ist, was primär bedeutet, dass die Gläubiger ihn als zu riskant empfinden und auf einen Schuldenabbau drängen. Ein solcher Vertrauenseinbruch hat schließlich die Finanzkrise ausgelöst.

## Wachstum durch Schulden

Schulden in der Folge einer Kreditexpansion sind durchaus ein Wachstumsmotor, wie der lange Boom vor der Krise zeigt. Sie zeugen von der Zuversicht der Schuldner, ihre Einkommensposition künftig verbessern zu können, und dem Vertrauen der Gläubiger, dass diese Einschätzung richtig ist. Ob diese Erwartungen eintreffen, hängt

nicht nur vom Verhalten der Schuldner, sondern auch von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ab, die wiederum vom realwirtschaftlichen Verhalten der Gläubiger bestimmt wird.

Wenn Schuldner das geliehene Geld investieren, so tragen sie gleich zweifach zum Wachstum bei, wenn sie realwirtschaftlich und nicht nur in Finanzmarktprodukte investieren: Kurzfristig durch ihre Nachfrage nach Investitionsgütern und langfristig, weil Investitionen die Angebotskapazitäten der Wirtschaft in Form steigender Produktivität und/oder Beschäftigung erhöhen. Durch die zweite Komponente entsteht der Einkommensstrom, der den Schuldendienst erlaubt. Aber selbst der schuldenfinanzierte Konsum schafft Wachstum und Einkommen bei den Produzenten der Konsumgüter, die deswegen vielleicht animiert werden, ihrerseits Schulden zu machen, um eine Expansion ihrer Produktionsmöglichkeiten zu finanzieren, wenn sie ein weiteres Nachfragewachstum erwarten.

Der unmittelbare Nachfrageeffekt der kreditfinanzierten Ausgaben treibt also das Wachstum an. Dabei ist es zunächst gleichgültig, wer sich verschuldet und wofür das Geld ausgegeben wird. Private Haushalte, Unternehmen, der Staat oder das Ausland als Nachfrager und Ausgaben für Konsum oder Investitionen wirken alle erst mal wachstumsfördernd. Ebenso gilt im Umkehrschluss, dass jede unterlassene Ausgabe, gleich welcher Art und durch wen, erst mal das Wachstum bremst. Sparen gefährdet also das Wachstum, wenn es nicht durch Mehrausgaben anderswo kompensiert wird.

Das von der kreditfinanzierten Nachfrage ausgelöste Wachstum kann allerdings auch Importschübe und Inflation auslösen, wenn es (im Inland) auf weitgehend ausgelastete Kapazitäten trifft. Diese Preissteigerungen haben den Vorteil, Ressourcen in die Sektoren zu lenken, deren Angebot nicht ausreicht. Aber volkswirtschaftlich besteht bei Vollbeschäftigung das Risiko, dass nur noch die Preise steigen und die Mengen stagnieren. Zentralbanken haben daher versucht, das Kreditangebot zu bremsen, wenn sie eine entsprechende Entwicklung befürchten haben. Auch in der Boomphase vor der Krise haben sie ihre Zinsen erhöht (die EZB sogar noch im Sommer 2008).

## Die riskante Seite der Schulden

Schulden müssen aber auch mit Zinsen bedient und zurückgezahlt werden, wobei die Rückzahlung nur dann effektiv stattfinden muss, wenn keine Verlängerung durch neue Kredite möglich

oder erwünscht ist. In vielen Fällen (bei den meisten Schulden der Unternehmen und des Staates) finden keine Tilgungen, sondern nur Umschuldungen statt, die alte Schulden durch neue ersetzen – zu allerdings eventuell veränderten Bedingungen (z. B. andere Zinssätze oder Laufzeiten). Das ist auch solange im Interesse der Gläubiger, wie sie auf die Zahlungsfähigkeit der Schuldner vertrauen. In einem Wachstumskontext ist dieses Vertrauen groß und auch berechtigt, da die Einkommen der Schuldner ebenfalls wachsen. Entsprechend großzügig ist dann die Kreditvergabe.

Warum waren die Anleger/Gläubiger vorher so risikofreudig? Realwirtschaftlich gab es drei Gründe: 1. Das reale Wachstum der Wirtschaft und damit die mögliche Rendite auf das eingesetzte Kapital waren hoch. 2. In einigen Bereichen (z. B. Rohstoffe, Transport) gab es auch überdurchschnittliche Preissteigerungen, die ebenfalls die Ertragsersparungen für Investitionen in diesen Sektoren erhöhten. 3. Die Einkommensverteilung verbesserte sich zugunsten der Kapitalseite (sinkende Lohnquote), so dass selbst bei gleicher Wertschöpfung die Renditen stiegen. Hinzu kamen Entwicklungen auf den Finanzmärkten (Verbriefung etc.), die Investoren von ihren Risiken zumindest scheinbar befreiten, indem sie an andere Investoren – oft in kaum transparenter Form – weitergereicht wurden.

In der Krise sind zuerst die in den Finanzmärkten versteckten Risiken hervorgetreten. Mit dem Überschwappen der Finanzmarktkrise in die Realwirtschaft ist aber dort die Wertschöpfung sowohl real in den Mengen als auch nominal in den Preisen eingebrochen, womit die Spielräume für Renditen ebenfalls schrumpften. Mit den deutlich niedrigeren zu erwartenden Ertragsströmen brachen die Vermögenswerte zusammen. Soweit sie bei Schuldnern als Sicherung für Kredite dienten, führte dies zu einer Überprüfung mit der Folge geringerer Ausleihungen und häufig auch Insolvenzen. Die Antikrisenstrategie der Staaten (Regierungen, Zentralbanken) hat versucht, einen gleichzeitigen flächendeckenden Kollaps von Schulden und Vermögen zu verhindern, indem sie Schulden – vor allem der Banken – garantiert oder notleidenden Schuldnern neue Kredite eingeräumt hat. Doch langfristig müssen die Schuldner wieder in die Lage kommen, ihre Schulden zu bedienen.

### Die Verantwortung der Vermögen für Wachstum und Schuldenabbau

Wie können Schuldner wieder zahlungsfähig werden? Sie müssen mehr einnehmen als sie aus-

geben, also sparen. Spiegelbildlich müssen die Vermögensbesitzer entsparen. Sieht man sich die Verteilung von Schulden und Vermögen an, so halten die reichen Haushalte die Masse der Vermögen überwiegend in Form von Staatsschulden und Forderungen an den Unternehmenssektor und – in geringerem Umfang – an verschuldete Haushalte. Diese Endschuldner und Endgläubiger sind aber über Kreditketten im Finanzsektor miteinander verbunden, die ihrerseits eine Fülle von spiegelbildlichen Schulden- und Vermögenspositionen umfassen.<sup>7</sup> Aber im Kern kann ein Ausgleich zwischen Endschuldnern und Endgläubigern nur über die folgenden vier Optionen erfolgen:

1. **Anders verteiltes reales Wachstum:** Die Schuldner können ihre Einnahmen stärker erhöhen als ihre Ausgaben und so sparen oder zumindest den Schuldendienst leisten. Spiegelbildlich müssen die Gläubiger mehr ausgeben, um von den Schuldnern Güter oder Dienstleistungen zu erwerben, in dem sie höhere Mengen abnehmen und/oder höhere Preise (Option 2) akzeptieren.
2. **Nominales Wachstum bzw. Inflationierung:** Die Einnahmen der Schuldner steigen vor allem durch höhere Preise für die von ihnen angebotenen Waren und Dienstleistungen. Soweit auch noch höhere Mengen hinzukommen, ist es eine Kombination mit dem ersten Weg. Im Kern läuft es auf eine reale Entschuldung durch Inflation hinaus.
3. **Anders verteiltes reales Schrumpfen:** Die Schuldner sparen stärker, aber indem sie weniger ausgeben. Die Gläubiger, soweit sie an die Schuldner Güter oder Dienstleistungen verkaufen, nehmen spiegelbildlich weniger ein. Solches einseitige Sparen, dem keine höheren Ausgaben der Gläubiger gegenüberstehen, lässt Nachfrage, Wachstum und Beschäftigung schrumpfen.
4. Die radikale Alternative ist die **Insolvenz** der überschuldeten Marktteilnehmer, die die Schuldner von weiteren Zahlungen entbindet, womit allerdings gleichzeitig die Schulden und die Vermögen der Gläubiger entwertet werden. In die gleiche Richtung wirken Berichtigungen von Buchwerten, die Vermögen entwerten, ohne dass damit eine Insolvenz verbunden sein muss.

Sieht man sich die Zahlungsströme in der Volkswirtschaft an, so wird deutlich, was diese Optionen für die Schuldner und Gläubiger (= Vermögensbesitzer) bedeuten:

- Staat als Schuldner: Für ihn bedeuten die Optionen 1 und 2 höhere Steuereinnahmen, am

besten im Zuge höheren (nominellen) Wachstums der Volkswirtschaft und vorzugsweise durch Belastung der Vermögensbesitzer. Versucht er seine Ausgaben zu kürzen (Option 3), so sinken die Einnahmen anderer Sektoren, die dann ihrerseits entweder ihre Ausgaben kürzen oder andere Einnahmen erhöhen müssen, wenn sie sich nicht verschulden sollen. Die Vermögensbesitzer müssten dann vor allem mehr Güter und Dienstleistungen der Unternehmen und eventuell auch der ärmeren Haushalte kaufen, wenn sie nicht ihre bisher dem Staat geliehenen Mittel diesen Sektoren leihen wollen.

- Unternehmen als Schuldner: Sie sind bei den Optionen 1 und 2 darauf angewiesen, dass die Nachfrage der anderen Sektoren erhöhte Mengen und/oder Preise ermöglichen. Dazu müssten aber deren Einkommen steigen, die im Falle der Haushalte aus den Löhnen bestehen, die wiederum Ausgaben der Unternehmen sind. Sie zu kürzen läuft auf Option 3 hinaus. Entweder kommt es also zu Reallohnkürzungen und/oder die Arbeitnehmerhaushalte müssten sich verschulden. Aber wenn weder die Arbeitnehmerhaushalte noch der Staat sich weiter verschulden sollen, müsste die Nachfrage der Vermögensbesitzer zunehmen, also Realinvestitionen oder (Luxus)Konsum.
- Vermögende Haushalte als Gläubiger: Um wieder Wachstum (Option 1) zu erzeugen, müssten sie entsparen, also ihr Vermögen verringern und ihre Ausgaben erhöhen. Die Anreize dafür sind teilweise vorhanden: gesunkene Renditen machen die Anlage weniger attraktiv, niedrige Preise verlocken zum Konsum. Letztere können aber gegenteilig wirken, da Vermögensbesitzer es dann vorziehen, weitere Forderungen zu halten. Tatsächlich tun sie das – nur mit geringerem Risiko, indem sie gefährdete Schuldner (Unternehmen, Finanzinstitute) durch si-

cherere wie den Staat ersetzen. Option 2 (Inflationierung) würde dagegen die Vermögen real entwerten und die Vermögensbesitzer dazu anreizen, mehr Geld auszugeben. Sie träfe aber auch die ärmeren Haushalte, soweit die Preissteigerung nicht auf Luxusgüter beschränkt bliebe. Die Optionen 3 und 4 ergeben sich aus der Konsum- und Investitionszurückhaltung der reichen Haushalte. Der einzige verbleibende Weg besteht dann in einer stärkeren Besteuerung der Vermögensbesitzer.

Die beste Lösung ist die erste Wachstumsoption, wobei ein bestimmtes Maß an Inflation (zweite Option) wahrscheinlich unvermeidlich und in Grenzen wünschenswert ist, um Knappheiten und Investitionschancen zu signalisieren. Die dritte und vierte Option sind dagegen besonders problematisch, da sie das Wachstum gefährden. Die Wirtschaftspolitik sollte vor allem versuchen, die dritte Option zu vermeiden. Die Insolvenz als vierter Weg ist als Globallösung gefährlich, da sie weitere Kredite zumindest verteuert, wenn nicht gar blockiert. Als Einzelfalllösung kann sie auch wieder neue Wachstumsmöglichkeiten eröffnen. Übernimmt der Staat schlechte Schulden, um Insolvenzen zu vermeiden, muss er langfristig seine Einnahmen erhöhen. Er sollte dazu die von ihm geretteten Vermögensbesitzer stärker belasten.

Es mag überraschen: Aber das Wachstum kommt nur wieder in Gang, wenn wieder Kredite vergeben, also neue Schulden gemacht werden. Das gelingt nur, wenn die Investoren auf einkommensstärkere Schuldner stoßen. Das erfordert eine Umverteilung der Einkommen zugunsten der ärmeren Haushalte, der investitionsbereiten Unternehmen und des Staates, der jetzt die Risiken übernommen hat. Ein schlanker Finanzsektor sollte sich dank besserer Regulierung darauf konzentrieren, diese realwirtschaftlichen Anpassungen zu finanzieren.

- 1 Der Autor ist Leiter der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung und dankt seinen Kollegen René Bormann, Michael Fischer und Markus Schreyer für kritische Anregungen.
- 2 John Bellamy Foster und Fred Magdoff: Financial Implosion and Stagnation. Back to the Real Economy, in: Monthly Review Bd.60/2008, Heft 7, S. 10.
- 3 Vgl. Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2007, Statistische Sonderveröffentlichung 4, Juni 2008.
- 4 Beim Gesamtvermögen besitzen nach Angaben des DIW die reichsten 10% aller Haushalte in Deutschland über 60% des Vermögens. Beim Geldvermögen dürfte die Konzentration noch viel höher liegen, da ärmere Haushalte vor allem über Sachvermögen (Immobilien) verfügen und dabei noch verschuldet sind (Hypotheken).
- 5 Vgl. Deutsche Bundesbank, a.a.O.
- 6 So stieg in den USA zwischen 1990 und 2006 der Anteil des Finanzsektors am BIP von 23% auf 31% und sein Anteil an den Profiten des gesamten Unternehmenssektors auf 40% (Anfang der 1980er noch nur 10%).
- 7 Diese Positionen lassen sich theoretisch durch Bilanzverkürzung und Konsolidierung auflösen. Zu den Risiken siehe Markus Schreyer: Finanzmarktstabilität: Lehren aus der Hypotheken- und Kreditkrise, Bonn 2007.