

# Fokus

## Volkswirtschaft

Nr. 103, 6. August 2015

### Die positive Seite unserer Vermögensbilanz

Autoren:

Dr. Klaus Borger, Telefon 069 7431-2455,

Dr. Jörg Zeuner, Telefon 069 7431-2931, [research@kfw.de](mailto:research@kfw.de)

Die deutsche Verschuldungssituation ist entspannt: Die privaten und – seit vier Jahren – auch die öffentliche Schulden wachsen langsamer als das gesamtwirtschaftliche Einkommen, aus dem die Zinsen zu zahlen sind. Zugleich legen die Nettovermögen im Privatsektor kräftig zu. Die Struktur der Aktiva hat sich allerdings zulasten des Realkapitals verschoben, auch weil der Unternehmenssektor schon seit geraumer Zeit mehr spart als investiert. Deutschland baut infolgedessen seit der Jahrtausendwende unter dem Strich massiv Geldkapital im Ausland auf. Dieser Beitrag erläutert, wieso wir uns deshalb mehr um die positive Seite unserer volkswirtschaftlichen Bilanz, nämlich um unser Vermögen kümmern sollten – anstatt fast schon reflexartig immer wieder unsere Schulden zu problematisieren.

Nach unserer finanziellen Situation gefragt, nehmen wir meist einen negativen Blickwinkel ein – im ganz wörtlichen Sinn, denn wir schauen oft ziemlich einseitig auf die Passivseite unserer volkswirtschaftlichen Bilanz: Ist die Staatsschuld zu hoch? Entsteht durch das Niedrigzinsumfeld eine Schuldenblase im Privatsektor – und damit der Keim für eine künftige Krise? Solche Fragen werden bei uns regelmäßig und heiß diskutiert. Dabei legt uns ein nüchterner Blick in die Statistik eine deutlich breitere Sichtweise nahe, die auch die positive Seite unserer volkswirtschaftlichen Bilanz – unser Vermögen – nicht ausblendet. Vor allem die Warner vor zu hohen Schulden in Deutschland sollte das beruhigen.

#### Verschuldung: auf die Quote kommt es an

Nachhaltig ist eine Verschuldung dann, wenn man im Zeitablauf keinen steigenden Anteil seines Einkommens für die Zinsen aufwenden muss. Bei langfristig stabilem Zinssatz bedeutet dies, dass die Schulden in Euro höchstens so stark steigen dürfen wie das Einkommen in Euro, die Schuldenquote also stabil bleibt oder sinkt. Genau das ist die Logik hinter dem bekannten Maastricht-Kriterium, das die Bruttostaatsschuld auf das Bruttoinlandsprodukt, unser gesamtwirtschaftliches Einkommen, bezieht.

Selbst wenn sich aus der Theorie kein optimales oder maximal tragbares Niveau der Schuldenquote ableiten lässt – der Referenzwert wurde politisch festgelegt: 60 % des BIP für die Staatsschuld entsprach Anfang der 1990er-Jahre dem Mittelwert der an den Maastrichter Verhandlungen beteiligten Län-

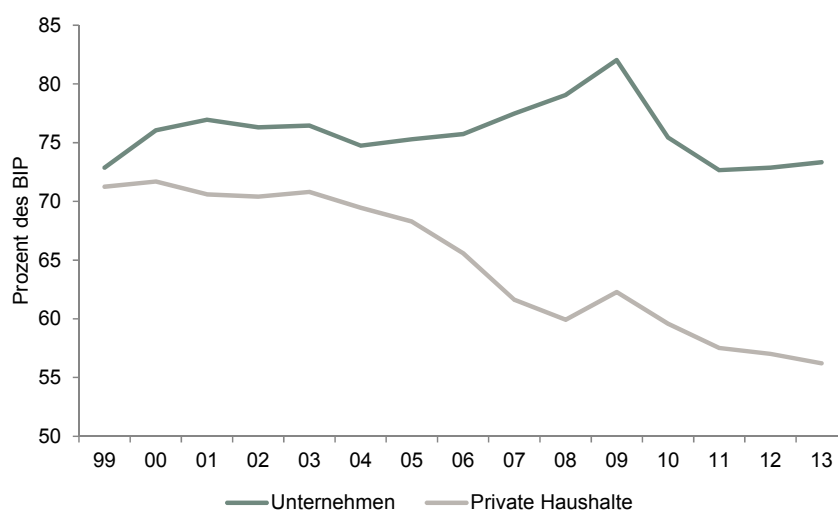
der – bleibt richtig, dass eine stetig steigende Schuldenquote nicht nachhaltig ist.

Der gleiche Ansatz wie für den Staat lässt sich auch auf die privaten Sektoren anwenden. Dies geschieht etwa im Rahmen der europäischen Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte, die neben der Staatsschuldenquote auch die Schuldenquoten der privaten Unternehmen und Haushalte berücksichtigt.

#### Private Verschuldungssituation entspannt

Wie sieht es nun mit der Verschuldung in Deutschland aus? Besonders entspannt ist die Situation der privaten Haushalte (Grafik 1). Ausweislich der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen, ein statistisches Gemeinschaftsprodukt der Deutschen Bundesbank und Destatis,<sup>1</sup> ist deren Schuldenquote gegenüber 1999, dem Start der Währungsunion, bis 2013, dem aktuellen Rand der Statistik, um 15 BIP-Punkte auf 56 % des BIP gefallen. Unter dem Strich gleich geblieben ist in diesem Zeitraum die Schuldenquote der realwirtschaftlichen Unternehmen bei rund 73 % des BIP; das zwischenzeitliche Hoch aus dem Jahr 2009 wird inzwischen um 9 BIP-Punkte unterschritten. Der EU-weite Vergleich zeigt, dass

Grafik 1: Schuldenquoten im Privatsektor



Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, KfW Research

die konsolidierte Schuldenquote von privaten Firmen und Haushalten nur in den osteuropäischen Transformationsökonomien noch geringer ist als bei uns; insgesamt liegt die deutsche Privatschuldenquote um fast 50 BIP-Punkte unter dem europäischen Schnitt. Damit erscheint die Verschuldungssituation der privaten Realwirtschaft aus Makroperspektive ganz und gar unproblematisch.

**Öffentliche Zinslastquote auf Rekordtief**

Auch die deutsche Staatsverschuldung gibt im Grunde keinen Anlass zu Besorgnis. Zwar lag sie krisenbedingt in der Spitze mit knapp 81 % des BIP im Jahr 2010 deutlich über dem Maastricht-Kriterium, hat sich aber bis 2014 bereits wieder auf etwas unter 75 % zurückgebildet. Die öffentliche Zinslastquote, die Zinsausgaben in Prozent der Staatseinnahmen, fiel wegen des niedrigen Zinsniveaus 2014 mit knapp 4 % sogar auf ein neues gesamtdeutsches Tief. Nach den Planungen und Erwartungen der Bundesregierung im aktuellen deutschen Stabilitätsprogramm wird sich die Schuldenquote des Staates bis 2019 weiter auf 61½ % reduzieren. Ein Gelingen setzt unter anderem voraus, dass die gegenwärtig sehr günstige Konstellation von nominalem Zinsniveau (durchschnittlicher impliziter Zinssatz auf die Bruttostaatsschuld 2010–2014: 2,9 % p. a.) und Nominalwachstum (Durchschnitt 2010–2014: 3,4 % p. a.) weitgehend erhalten bleibt.

Ähnlich „korrigierend“ wie beim Staat verlief auch die Entwicklung im Finanzsektor, der – typisch für seine Eigenschaft als finanzieller Mittler – auf deutlich höhere Schuldenquoten kommt als die anderen Sektoren. Bis zum Krisenausbruch 2008 stieg die Schuldenquote der Banken auf gut 400 % des BIP, ist seither aber wieder um fast 80 BIP-Punkte gefallen.

Schon angesichts dieser Zahlen muss der starke, oft mit negativem Tenor versehene Fokus der öffentlichen Diskussion auf die Schulden erstaunen – und mehr noch, wenn man zusätzlich die positive Seite der Bilanz, unsere Sach- und Geldvermögenswerte, mit in den Blick nimmt. Denn es ist ein Unterschied, ob man Kredite durch Konsumausgaben

„verfrühstückt“ oder ob man sie profitabel in bleibende Sach- und Finanzwerte investiert und damit im Ergebnis sein Nettovermögen bzw. Eigenkapital mehrt.

**Private Nettovermögen wachsen, zugleich aber ...**

Die Entwicklung des Eigenkapitals ist in den meisten Sektoren ausgesprochen positiv, denn unsere Aktiva wuchsen im Allgemeinen schneller als die Fremdvverschuldung.<sup>2</sup> Besonders hervor stechen dabei die privaten Haushalte, deren Nettovermögen (also nach Abzug der Schulden!) mit zuletzt 345 % in Relation zur Wirtschaftsleistung um beeindruckende 52 BIP-Punkte höher ist als zu Beginn der Währungsunion im Jahr 1999 (Grafik 2).

Auch der Finanzsektor hat sein Eigenkapital kräftig erhöht. Mit zuletzt knapp 93 % des BIP ist es so hoch wie nie seit Beginn der Währungsunion; der Stand von 1999 wird um fast 12 BIP-Punkte und das zwischenzeitliche Tief aus dem Jahr 2002 sogar um 38 BIP-Punkte übertraffen.

Die Unternehmen verfügen mit 161 % des BIP praktisch über genauso viel Eigenkapital wie 1999. Ebenso wie schon bei der Verschuldung zeigt sich hier unter dem Strich also eine stabile Entwicklung, die den Firmen allerdings einige Anstrengungen abverlangt hat – mit Erfolg: Denn zwischenzeitlich war deren Eigenkapital auf rund 140 % des BIP im

Jahr 2002 gefallen.

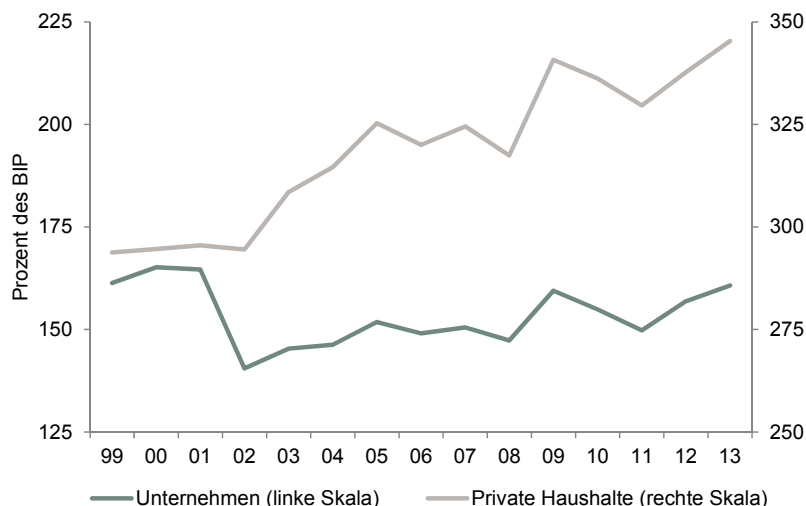
Einzig das Nettovermögen des Staates liegt mit zuletzt etwas mehr als 9 % des BIP deutlich unter dem Wert von 1999. Doch schon seit 2004 beträgt der Mittelwert des staatlichen Nettovermögens nur noch rund 8 % des BIP. Gemessen daran ist der aktuelle Wert sogar leicht höher – und deutlich höher als im Tief nach der Krise im Jahr 2011 (knapp 5 % des BIP).

**... Verschiebungen zulasten des Realkapitals**

Tragfähige Schulden, zum Teil deutlich höhere Nettovermögen – ist also alles in Ordnung mit unserer volkswirtschaftlichen Bilanz? Fast, aber nicht ganz. Denn die Struktur unseres Vermögens hat sich in den letzten Jahren zulasten von Realkapital (Sachanlagen, Geistiges Eigentum und bebautes Land) und zu Gunsten von Geldkapital (Bargeld, Einlagen, Wertpapiere, Kredite und sonstige Forderungen) verschoben.

Dies trifft nicht so sehr auf die privaten Haushalte (die jeweiligen Anteile von Real- und Geldkapital liegen ziemlich stabil bei 55 bzw. 45 %) und auch nicht auf den Finanzsektor zu (seiner Funktion als finanzieller Mittler entsprechend bestehen seine Aktiva zu mehr als 98 % aus Geldkapital). Treiber dieser Entwicklung sind der Staat und die realwirtschaftlichen Unternehmen. Der Anteil des Realkapitals an den staatlichen Akti-

**Grafik 2: Nettovermögen im Privatsektor**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, KfW Research

va betrug zuletzt noch 59 % und damit rund zehn Prozentpunkte weniger als nach der Jahrtausendwende. Entsprechend ist der Anteil der finanziellen Forderungen an den staatlichen Aktiva gestiegen, besonders rasant ab 2010 im Zuge der krisenbedingten finanziellen Rettungsmaßnahmen. Diese Krisenmaßnahmen waren zwar sinnvoll und wichtig. Dennoch ist das eine ungünstige Entwicklung, denn der Staat hat im Kern vor allem realwirtschaftliche Aufgaben: Er muss für eine leistungsfähige Infrastruktur und attraktive öffentliche Leistungen sorgen. Hier besteht Nachholbedarf.

**Untypisch: Firmen seit langem Netto-sparer**

Der Anteil des Geldkapitals an den Aktiva der Unternehmen hat sich vor allem in den letzten gut zehn Jahren spürbar erhöht: Aktuell beträgt er knapp 44 %; das sind rund 4 Prozentpunkte mehr als 2002. Bereits seit 2002 beobachten wir durchgängig, dass der Unternehmenssektor auf einen positiven Finanzierungssaldo kommt, also netto mehr spart (Geldkapital bildet) als investiert (Realkapital bildet). Dies ist nicht nur international und historisch, sondern und theoretisch sehr ungewöhnlich. Denn im Lehrbuchfall sollte der Unternehmenssektor sich – vermittelt über das Finanzsystem – netto bei den privaten Haushalten als typischem (Vorsorge betreibenden) Überschusssektor verschulden und deren Ersparnis in profitable realwirtschaftliche Investitionsprojekte lenken.

Diese Verschiebung zu Gunsten der Geldkapitalbildung bei den zwei zuvor typischen Sektoren mit Finanzierungsdefiziten, Staat und Unternehmen, hat unmittelbare und drastische Effekte auf die Ersparnisbildung und den Finanzierungssaldo der gesamten Volkswirtschaft, vulgo die Leistungsbilanz. Denn die Volkswirtschaft als Ganzes kann im Inland nur Realkapital, aber kein Geldkapital bilden – jeder inländischen Forderung steht auf Seiten der inländischen Gegenpartei eine Verbindlichkeit in gleicher Höhe gegenüber. Geldkapitalbildung auf Makroebene ist folglich gleichbedeutend mit einem Forderungsaufbau gegenüber dem Rest der Welt.

**Leistungsbilanzüberschuss auf Rekordniveau**

Mit anderen Worten: Werden neben den Haushalten auch – politisch gewollt – der Staat und sogar die Unternehmen zu Nettosparern, bleibt den Ersparnissen per Saldo nur ein Weg: ins Ausland. Ausgehend von einer knapp ausgeglichenen Situation im Jahr 2001 hat sich der Finanzierungssaldo der Volkswirtschaft beinahe in jedem Jahr erhöht und kommt aktuell (2014) auf den Rekordwert von knapp 229 Mrd. EUR bzw. fast 8 % des BIP.

Damit liegt der deutsche Leistungsbilanzüberschuss erheblich über dem Schwellenwert von 6 %, der im Rahmen des europäischen Verfahrens zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte verankert worden ist. Deutschland wird deswegen seit dem vergangenen Jahr von der EU formal mit wachsender Intensität zu wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen aufgefordert.

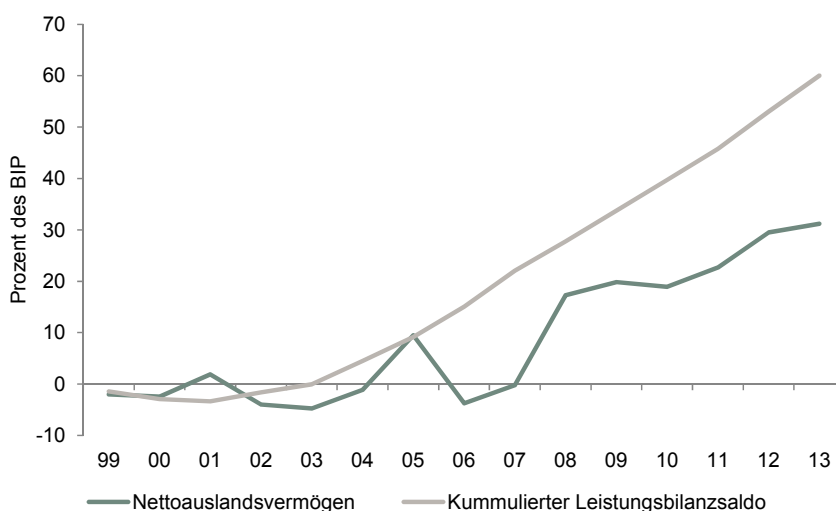
Kurzfristig ist das allerdings schwierig, da die für Europa wichtigen Krisenmaßnahmen wie QE den Eurokurs noch auf absehbare Zeit deutlich unter das Niveau drücken werden, das für die deutlich gesündere deutsche Volkswirtschaft allein fundamental angemessen wäre. Eine lehrbuchmäßige Korrektur des Leistungsbilanzungleichgewichts über den Wechselkurs ist dadurch kaum möglich. Es bleibt nur die Ausweitung der Investitionen im Inland.

**Auslandsforderungen steigen rapide**

Die deutschen Auslandsforderungen haben sich seit 1999 in Relation zur Wirtschaftsleistung beinahe verdoppelt und betragen mit zuletzt (2013) knapp 6.900 Mrd. EUR fast das Zweieinhalbfache (245 %) des BIP. Dem stehen Auslandsverbindlichkeiten in Höhe von nicht ganz 6.000 Mrd. EUR gegenüber.

Damit summiert sich unser Nettoauslandsvermögen inzwischen auf knapp 900 Mrd. EUR oder rund ein Drittel des BIP, nachdem sich Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten noch bis 2004 in etwa die Waage gehalten hatten. Mit dem hohen Forderungsüberschuss sind Chancen, aber auch erhebliche Wechselkurs- und Bewertungsrisiken verbunden. Ein Indiz dafür ist, dass der Zuwachs unseres Nettoauslandsvermögens zunehmend deutlich hinter den kumulierten Leistungsbilanzüberschüssen der letzten rund fünfzehn Jahre zurückbleibt (Grafik 3). Wenngleich es trotz dieser Risiken richtig ist, dass, erstens, eine alternde Gesellschaft wie wir einen Teil ihrer Ersparnis im stärker wachsenden Ausland anlegt, und, zweitens, ein Teil dieser Ersparnis in deutsche Direktinvestitionen fließt und damit indirekt über die globale Wertschöpfungskette den deutschen Realkapitalstock produktiver macht: Vermehren wir unser volkswirtschaftliches Vermögen vor allem im Ausland, nehmen die deutschen Abhängigkeiten von globalen Entwicklungen immer stärker zu.

**Grafik 3: Nettoauslandsvermögen und kumulierter Leistungsbilanzsaldo**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, KfW Research

### Nicht jeder spart im Ausland

Noch bedeutsamer ist aber – gerade unter dem Blickwinkel des sozialen Zusammenhalts und der Vermeidung von Altersarmut –, dass das deutsche Auslandsvermögen sehr ungleich über die deutsche Gesellschaft verteilt sein dürfte. Denn die Sparquoten und, als Ergebnis des Sparprozesses, die Vermögensverteilung hängen erfahrungsgemäß stark vom Einkommensniveau ab.<sup>3</sup>

Längst nicht jeder hat eine private, kapitalgedeckte Altersvorsorge. Ausweislich des aktuellen Alterssicherungsberichts der Bundesregierung<sup>4</sup> beziehen zwar mit einem Anteil von 97 % fast alle Personen ab 65 Lebensjahren Leistungen aus gesetzlichen oder berufsständischen Alterssicherungssystemen, aber nur eine Minderheit von 37 % hat auch Einkommen aus privater Vorsorge. Der Anteil der privaten Vorsorge am Bruttoeinkommensvolumen im Alter liegt bei 9 %,

wohingegen die Alterssicherungssysteme mit 80 % den Löwenanteil ausmachen.<sup>5</sup> Gleichzeitig steigt die Bedeutung der privaten Vorsorge mit der Höhe des Gesamteinkommens, das im Alter zur Verfügung steht.<sup>6</sup>

Der Beitrag des Auslandsvermögens zur privaten Vorsorge im Alter lässt sich mangels Zahlen zwar nicht exakt beziffern. Es spricht aber angesichts der höheren Informationshürden und des im Allgemeinen größeren Risikos bei Engagements im Ausland praktisch alles dafür, dass sich diese Einkommensquelle nochmals stärker auf die oberen Einkommensgruppen konzentriert als dies bei den Einkünften aus privater Vorsorge ohnehin schon der Fall ist. Ein weiterer ungebremster Aufbau von Auslandsvermögen käme deshalb vermutlich nur einem relativ geringen Teil der Bevölkerung zugute.

### Mehr um das Vermögen kümmern

Alles in allem: Wir müssen uns nicht so sehr um unsere Schulden kümmern, sondern vor allem um unser volkswirtschaftliches Vermögen. Insbesondere müssen wir wieder mehr in den heimischen Realkapitalstock investieren – das gilt für den Staat, aber auch für die Unternehmen.

Denn nur bei kapitalinvestivem Wachstum halten wir langfristig genügend Arbeitsplätze am heimischen Standort und erzielen die nötigen Produktivitätszuwächse, die wir brauchen, um den demografischen Druck auf das Produktionspotenzial abzufedern und unseren materiellen Wohlstand auch in den kommenden Jahrzehnten zu sichern. Zugleich würden diese hochproduktiven Arbeitsplätze das im Kern immer noch umlagefinanzierte Rentensystem Deutschlands stützen. ■

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt: Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen 1999 bis 2013, veröffentlicht am 26. November 2014.

<sup>2</sup> Die Aktiva werden in den verwendeten gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen zu Marktpreisen bewertet, welche etwa auf das aktuelle Niedrigzinsumfeld reagieren und volatil sein können. Allerdings trifft dies genauso auf die – entsprechend der Systematik der doppelten Buchführung – ebenfalls zu Marktpreisen bewerteten Passiva zu, sodass beide Bilanzseiten wenigstens zum Teil gleichgerichtet „atmen“. Individuell können die Vermögensgüter zu den herrschenden Marktpreisen liquidiert werden, wohingegen eine massenhafte Veräußerung gleichartiger Vermögensgüter negative Rückkoppelungseffekte auf den Marktpreis hätte.

<sup>3</sup> Zum Zusammenhang von Sparquote und Einkommen siehe: DIW Berlin, Entwicklung der Sparquote in Deutschland – Hindernis für die Erholung der Konsumnachfrage, in DIW Wochenbericht Nr. 40/2006, insb. Abbildung 3. Zur Entwicklung der Vermögensverteilung in Deutschland siehe: DIW Berlin, Anhaltend hohe Vermögensungleichheit in Deutschland, in DIW Wochenbericht Nr. 81/2014.

<sup>4</sup> Deutscher Bundestag, 17. Wahlperiode, Drucksache 17/11741: Unterrichtung durch die Bundesregierung – Ergänzender Bericht der Bundesregierung zum Rentenversicherungsbericht 2012 (Alterssicherungsbericht 2012), veröffentlicht am 29. 11. 2012. Siehe insbesondere Tabelle BC.1.

<sup>5</sup> Die Differenz zu 100 % besteht im Wesentlichen aus betrieblichen Altersvorsorgeleistungen (5 %) sowie Erwerbseinkommen dieses Personenkreises (4 %).

<sup>6</sup> Näheres zu Verteilungsaspekten bei den Alterseinkommen siehe Tabellen BC. 44 bis BC.52 des Alterssicherungsberichts 2012.