

In der Debatte um die finanzielle Situation Deutschlands nehmen leider viele einen einseitig negativen Blickwinkel ein – auch, aber nicht nur bilanztechnisch: Prominente Stimmen warnen vor zu viel Staatsschuld und möglichen Schuldenblasen im Privatsektor als Folge der anhaltenden Niedrigzinsphase. Für eine umfassende Einschätzung unserer Finanzlage dürfen wir jedoch die positive Seite unserer Bilanz – unser Vermögen – nicht ausblenden. Denn es kommt darauf an, ob die Mittel aus der Schuldenaufnahme durch Konsumausgaben „verfrühstückt“, oder ob sie profitabel in bleibendes Sach- und Finanzvermögen investiert werden. Es zeigt sich: Unsere privaten wie öffentlichen Schulden sind langfristig tragbar, auch die Nettovermögen wachsen. So weit so gut. Jedoch sehen wir beim Vermögen einen anhaltenden Strukturwandel von Real- hin zu Geldkapital. Vor allem das macht mir Sorgen.

Nachhaltig ist eine Verschuldung immer 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 Länder – bleibt richtig, dass eine stetig steigende Schuldenquote nicht nachhaltig ist. Analoge Überlegungen gelten auch für den privaten Sektor.

Wie sieht nun die Verschuldung in Deutschland aus? Seit dem Start der Währungsunion 1999 sind die Schulden der privaten Haushalte in Prozent des BIP um 15 Prozentpunkte von 71 % auf zuletzt 56 % gefallen. Die Schuldenquote der privaten realwirtschaftlichen Unternehmen blieb im gleichen Zeitraum unter dem Strich konstant bei 73 %. Insgesamt ist unsere Privatschuldenquote rund 50 Prozentpunkte niedriger als der europäische Durchschnitt. Auch die deutsche Staatsverschuldung gibt im Grunde keinen Anlass zur Besorgnis. Zwar lag sie wegen der Krise mit zwischenzeitlich knapp 81 % des BIP im Jahr 2010 deutlich über dem Maastricht-Kriterium, hat sich aber bis 2014 wieder auf 75 % zurückgebildet – ein Trend, der sich nach den Planungen der Regierung im aktuellen deutschen Stabilitätsprogramm fortsetzen wird. Ein Gelingen setzt unter anderem voraus, dass uns die gegenwärtig sehr günstige Zins-Wachstumskonstellation weit gehend erhalten bleibt. Der Finanzsektor, der aufgrund seiner Rolle als finanzieller Mittler naturgemäß wesentlich stärker verschuldet ist, hat seine Schulden gegenüber dem Vorkrisenhoch von gut 400 % des BIP im Jahr 2008 inzwischen um fast 80 Prozentpunkte reduziert. Unsere Schuldenlage ist also durchweg entspannt.

Auch die Vermögensseite unserer Volkswirtschaft entwickelt sich insgesamt positiv. Das Nettovermögen bzw. Eigenkapital der privaten Haushalte – also deren Vermögenswerte abzüglich der Schulden – beträgt derzeit knapp das 3,5-fache des BIP. Das sind beeindruckende 50 % des BIP mehr als zu Beginn der Währungsunion. Während das Eigenkapital des Finanzsektors im Vergleich zu 1999 um 12 Prozent-

punkte auf 93 % des BIP und damit den höchsten Wert seit dem Euro-Start gestiegen ist, verfügen die Unternehmen mit 161 % des BIP nach einem zwischenzeitlichen Tief im Jahr 2002 (140 %) praktisch wieder über genauso viel Eigenkapital wie 1999. Einzig das Nettovermögen des Staates liegt mit zuletzt etwas mehr als 9 % des BIP deutlich unter dem Wert von 1999.

Tragfähige Schulden, zum Teil deutlich höhere Nettovermögen – ist also alles in Ordnung mit unserer volkswirtschaftlichen Vermögensbilanz? Fast, aber nicht ganz. Der Anteil des Geldkapitals am Vermögen steigt seit Jahren. Treiber sind vor allem die privaten Unternehmen und der Staat. Der Anteil des Realkapitals am Staatsvermögen ist seit der Jahrtausendwende um zehn Prozentpunkte auf 59 % zurückgegangen, der Anteil des Geldkapitals entsprechend gestiegen. Dies liegt vor allem an den krisenbedingten finanziellen Rettungsmaßnahmen seit 2010. Diese waren sinnvoll und wichtig. Dennoch: der Staat hat mit der Bereitstellung von Infrastruktur und attraktiven öffentlichen Leistungen im Kern vor allem realwirtschaftliche Aufgaben, und hier besteht Nachholbedarf.

Im Unternehmenssektor hat sich der Anteil des Geldkapitals seit 2002 spürbar um 4 Prozentpunkte auf 44 % erhöht. Bereits seit 2002 wird in den Firmen durchgängig netto mehr gespart (Geldkapital gebildet) als investiert (Realkapital gebildet). Das ist nicht nur historisch und international sehr ungewöhnlich, sondern auch theoretisch: Typischerweise sind die privaten Haushalte die volkswirtschaftlich zentralen Nettosparer, deren Ersparnisse über das Finanzsystem an die Unternehmen vermittelt werden, um sie dort in realwirtschaftliche Projekte zu investieren. 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. Innerhalb eines Landes kann gesamtwirtschaftlich kein Geldkapital aufgebaut werden, denn jeder finanziellen Forderung im Inland steht immer eine gleichhohe inländische Verbindlichkeit gegenüber. Geldkapitalbildung auf Makroebene ist folglich gleichbedeutend mit einem Forderungsaufbau gegenüber dem Rest der Welt.

Während 2001 der Finanzierungssaldo der Volkswirtschaft – die Leistungsbilanz – noch knapp ausgeglichen war, hat er 2014 einen Rekordwert von 229 Mrd. EUR bzw. rund 8 % des BIP erreicht. Deutschland wird deswegen seit dem vergangenen Jahr von der EU formal im Rahmen des Verfahrens zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte mit wachsender Intensität zu wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen aufgefordert. Der Wechselkurs fällt als Korrekturmechanismus allerdings aus. Denn die für Europa wichtigen Krisenmaßnahmen der EZB, wie der Kauf von Wertpapieren (QE), werden den Eurokurs weiter unter das Niveau drücken, das für die deutsche Volkswirtschaft allein angemessen wäre. Also bleibt nur die Ausweitung der Investitionen im Inland.

Unsere Forderungen an das Ausland betragen zuletzt knapp 6.900 Mrd. EUR. Dem stehen Verbindlichkeiten von 6.000 Mrd. EUR gegenüber. Mit rund 900 Mrd. EUR entspricht unser Nettoauslandsvermögen inzwischen einem Drittel des BIP, nachdem Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten noch bis 2004 in etwa ausgeglichen waren. Daraus ergeben sich Chancen, aber auch erhebliche Wechselkurs- und Bewertungsrisiken. Ein Indiz dafür ist, dass der Zuwachs unseres Nettoauslandsvermögens zunehmend deutlich hinter den kumulierten Leistungsbilanzüberschüssen der letzten rund fünfzehn Jahre zurückbleibt.

Nicht so sehr um die Schulden, vor allem um unser Vermögen sollten wir uns also kümmern. In einer alternden Gesellschaft ist es zwar richtig, einen Teil der Ersparnisse im stärker wachsenden Ausland anzulegen. Auch fließt ein Teil dieser Ersparnisse in deutsche Direktinvestitionen, die damit indirekt über die globale Wertschöpfungskette das deutsche Realkapital produktiver machen. Trotzdem sollten wir wieder mehr in den heimischen Realkapitalstock investieren – der Staat, aber auch die Unternehmen. Zu viel Geldkapital im Ausland führt dazu, dass Deutschland immer abhängiger von globalen Entwicklungen wird. Aber am wichtigsten ist: Wir brauchen einen starken Kapitalstock im Inland, um langfristig hochproduktive Arbeitsplätze in Deutschland zu halten. Nur so können wir den demografischen Druck auf das Produktionspotenzial abfedern und unseren Wohlstand auch langfristig sichern.