

Schulden – Entwicklung ohne Umkehr?

Description

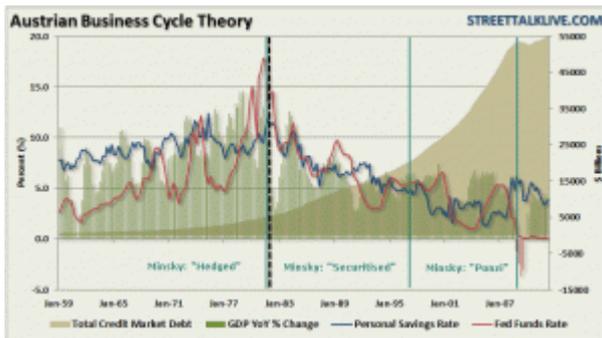
Schulden sind nicht per se schlecht, unter bestimmten Bedingungen sind sie der Schlüssel zu produktiven Investitionen, die für Wirtschaftswachstum und Wohlstand sorgen.

Doch wann war der Punkt, an dem die US-Wirtschaft begann, sich ihr Schuldenloch zu schaufeln, aus dem es kein Entrinnen mehr gibt?

Minsky unterscheidet drei Entwicklungsstufen des Kreditsystems. In der ersten Stufe („hedged“) zu Beginn einer wirtschaftlichen Aufwärtsentwicklung achten Investoren darauf, dass die Einnahmen aus einer Investition die Rückzahlung des mit ihr finanzierten Kredits erlauben. Wenn sich die wirtschaftlichen Verhältnisse weiter stabilisieren, gehen sie zu spekulativeren Varianten über. Zunächst wird noch darauf geachtet, dass die Investition die Zinsen erwirtschaftet, der ursprüngliche Kredit wird durch einen neuen abgelöst („securitised“). Dann schließlich werden sogar Kredite zur Finanzierung der Zinsen aufgenommen („Ponzi“). Das Wirtschaftswachstum wird (auch dadurch) unsteter, die Erwartung, dass die Einnahmen der Investition am Ende ihre Kosten deckt, geht nicht auf. Die spekulative Finanzierungsblase platzt im sogenannten „Minsky-Moment“ – zuletzt im Herbst 2008.

Auf der Gegenseite sorgt Spartätigkeit dafür, dass Kapital zur Finanzierung der Investitionen zur Verfügung steht. Wird dies in produktive Investitionen gesteckt, führt das zu höherer Beschäftigung, das wiederum zu stärkerer Nachfrage der Konsumenten und die Entwicklung mündet in Wirtschaftswachstum. So weit der Traum von Glück und früheren Zeiten.

Der folgende [Chart](#) (Markierung der übergeordneten Minsky-Phasen durch mich, KS) zeigt den zeitlichen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Kreditmarktschulden, der Sparquote und dem BIP-Wachstum. Der Wirtschaftsboom nach dem Zweiten Weltkrieg erreichte in den frühen 1980er Jahren seinen Gipfel. Die Fed Funds Rate erreichte 1981 bei heute unvorstellbaren 19,1% ihre Spitze. Die Renditen von US-Treasuries erreichten ähnliche Sphären.



1981 – das war ungefähr auch der Zeitpunkt, wo die „Total Credit Market Debt“ über das BIP-Niveau stieg (siehe vierter Chart). Und das war der Zeitpunkt, von dem an das Wirtschaftswachstum zunehmend durch Staats- und sonstige Verschuldung, sowie Rückgang des Sparens finanziert wurde.

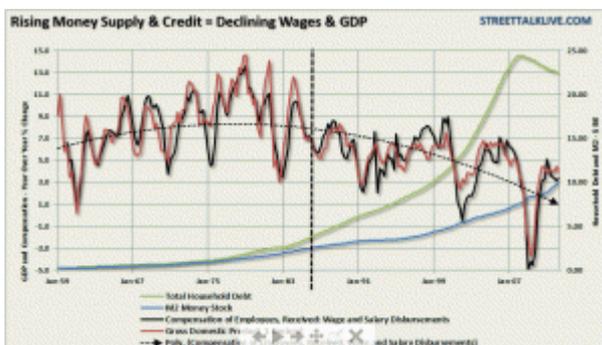
Um mit Minsky zu sprechen – hier trat das Kreditsystem der USA in seine zweite Phase („securitised“) ein. Die per Kredit finanzierten Investitionen erwirtschafteten zwar noch ihre Zinsen, aber nicht mehr die (volle) Kapitalrückzahlung. Das gesamte Kreditvolumen stieg an, zunächst noch linear. Das Zinsniveau sank, das verlangsamte zunächst noch den Anstieg der Belastungen durch die Kreditzinsen.

Die sinkenden Wachstumsraten deckelten die Löhne. Um den Lebensstandard bei steigenden Preisen zu halten, begann der Verbraucher, verstärkt Kredite aufzunehmen. Zudem sparte er weniger. Letztlich führte die zunehmende Verschuldung der Verbraucher dazu, dass ein immer größerer Teil des Einkommens für Zinszahlungen aufgewendet werden musste.

Die steigende Kreditmasse der Volkswirtschaft lässt die Geldmenge steigen. Sie steigt stärker als die Wirtschaft wächst ("M2 Money Stock" im folgenden Chart). Die Zentralbank, in diesem Falle die Fed, sorgt mit ihrer Geldpolitik dafür, dass die Zinsen gedrückt bleiben. Das wiederum führt zu einer Beschleunigung des Kreditwachstums. Dies ist seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre der Fall. Und das ist auch der Zeitpunkt, wo das Kreditsystem in seine dritte Minsky-Phase („Ponzi“) übergegangen ist.

Ein durch Fiat-Geld in Gang gesetzter Boom lässt sich nur durch immer mehr Kredit und Geld, begleitet von immer tieferen Zinsen, aufrechterhalten. Je länger diese Bewegung andauert, desto größer werden die Kapitalfehlleitungen. Auch die Verschuldungslasten der Kreditnehmer (relativ zu ihrem Einkommen) steigen. Und umso höher fallen die Kosten des finalen Kollaps des Fiat-Geld-Booms aus (siehe auch [hier](#)).

Der zurückliegende Kreditboom wurde schließlich unhaltbar und endete in Kreditkontraktion. Dies zeigt der folgende Chart am Beispiel der Verschuldung der privaten Haushalte („Total Household Debt“).



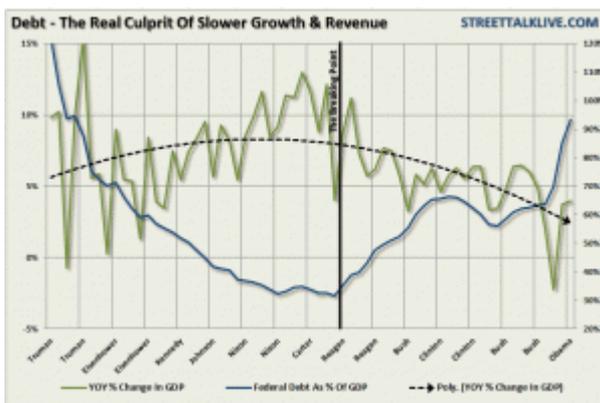
Nach Mises gibt es zwei Möglichkeiten: Entweder fahren die Banken mit ihrer Kreditausweitung immer weiter fort, wodurch die Preise kontinuierlich ansteigen, was zu einer Spekulationsorgie führt und im Kollaps von Geld und Kredit-System endet. Oder die Banken halten ein, bevor dieser Punkt erreicht ist,

begrenzen die Kreditexpansion und bringen dadurch die Krise hervor.

In beiden Fällen ist die Konsequenz gleich: Es folgt eine Depression.

Die Zentralbanken, Fed, EZB und andere, haben sich für die erste Möglichkeit entschieden – nach einem kurzen Rückgang der Gesamtverschuldung in 2009/2010 (siehe ersten Chart – „Total Credit Market Debt“), steigt sie schon wieder an. In der Liquiditätsflut der zurückliegenden Jahre war das Kreditsystem nach [Einschätzung von Bill Gross, Pimco](#), zunächst auf die weniger gehebelte „securitised“-Stufe von Minsky zurückgefallen. Jetzt aber expandiert es schon wieder, u.a. indem staatliche Verschuldung private Entschuldung ersetzt. Staaten übernehmen Schulden von Banken, das bringt sie an den Rand ihres Kollaps und auch hier springen die Zentralbanken ein.

Dass die zunehmende Staatsverschuldung in der US-Geschichte der zurückliegenden 50 Jahre mit abnehmendem Wirtschaftswachstum einhergeht, zeigt der folgende Chart sehr schön. Das wirft dunkle Schatten auf die künftige Entwicklung.



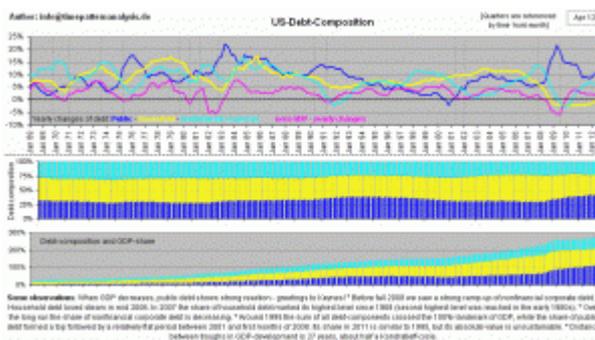
Der Staat springt bei den Banken ein, die Verbraucher hingegen werden gezwungen, ihre Kreditzeche selbst zu bezahlen. Denn für sie sind [Schulden „heilig“](#), ihre Rückzahlung führt dazu, dass ein immer größerer Teil des Einkommens für den Schuldendienst aufgewendet werden muss. Es wird weniger Kapital akkumuliert, gespart, also steht auch weniger für Investitionen zur Verfügung.

Die Notenbanken hoffen, mit ihrer Geldflut eine Grundlage künftigen Wachstums zu legen. Mit ihren Maßnahmen wie QE3, OMT usw. wird eine weitere Aufblähung der im Finanzsystem zirkulierenden Geldmenge erreicht, die unter bestimmten Umständen in die Realwirtschaft schwappt und dort für Inflation sorgt. [Daran jedenfalls arbeiten Fed & Co mit Hochdruck](#).

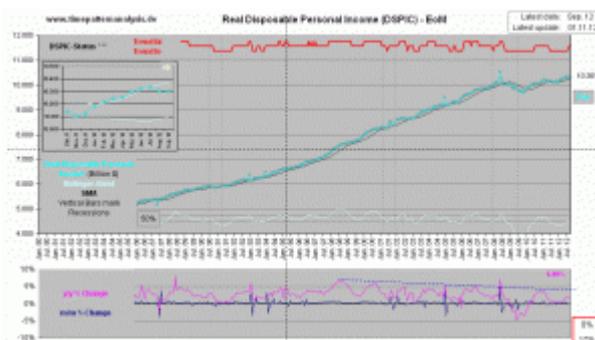
Der folgende Chart zeigt die langfristigen Zusammenhänge, indem er die jährlichen Zuwachsraten von BIP-Deflator, BIP-Zuwachs und Verschuldungswachstum in Beziehung setzt. Die Phasen Schulden-induzierter Probleme sind mit einem Ausschlag der roten Kurve („Trouble“) nach oben markiert. Man sieht sehr deutlich, dass diese Phasen nach 1982/1983 zunehmen. Gegenwärtig scheinen die Verhältnisse noch tragfähig zu sein. Das ändert sich aber rasch, wenn die Gesamtverschuldung (Total Credit Market Debt) weiter ansteigt und die BIP-Entwicklung weiterhin anemisch verläuft.



Ob der Plan der Notenbanken gelingt, die Inflation anzutreiben, um zumindest nominales Wachstum zu erzeugen, hängt letztlich von der kaufkräftigen Nachfrage ab. Die wird einerseits bestimmt durch den Umfang des privaten Deleveraging. Das ging zuletzt zurück, wie der Verlauf der gelben Kurve („Yearly changes of household-debt“) zeigt.



Zum zweiten wird die kaufkräftige Nachfrage vom verfügbaren Einkommen bestimmt („Real Disposable Personal Income“). Im Jahresvergleich ist hier ein Plus von gerade einmal 1,9% zu verzeichnen, zudem sind die Zuwachsraten seit den späten 1990er Jahren klar rückläufig (kleiner Chart). Partiiell kompensiert wird diese flauere Entwicklung durch die zuletzt wieder deutlich sinkende Sparquote (Juni 4,4%, September 3,3%).



Eines ist sicher: Die Fed wird hier, falls erforderlich, nachhelfen. Sie hatte ja schon bei Ankündigung von QE3 angedeutet, dass sie künftig direkter und näher an den Kreditmärkten agieren könnte – siehe auch den Kommentar von [Eugenio Diaz-Bonilla](#). Vorstellbar, dass sie eines Tages beschließt, durch entsprechende Marktoperationen die Zinsen für Verbraucherkredite zu drücken.

Ob die Übung der Notenbanken gelingt und die Inflation zu laufen anfängt, oder ob wir künftig eher mit Deflation zu rechnen haben, ist noch nicht ganz ausgemacht. Deflation wäre der direktere Weg in die Depression, Inflation würde eine [Scheinblüte](#) hervorbringen mit letztlich demselben Ergebnis.