

Zusammenfassende Einschätzung

Auch wenn sich die unterschiedlichen Schätzungen über die Quoten von Zombie-Unternehmen in den einzelnen EU-Staaten nicht abschließend klären lassen, muss die unerwünschte Nebenwirkung »Zombifizierung« aufgrund der extrem niedrigen Zinsen in der Eurozone ernst genommen werden. Es bleibt die Schlussfolgerung, dass die Eurozone auf keinen Fall starke Zinssteigerungen verkraften kann, ohne eine erhebliche Zunahme von Unternehmensinsolvenzen mit den bekannten Folgeproblemen für die Menschen und die Kreditwirtschaft zu erleiden. Die EZB scheint diese Problematik mittlerweile selbst auch kritisch einzuschätzen, wie ein Anfang 2019 veröffentlichtes ECB Working Paper beweist.⁹⁷ Im Juni 2019 fasste der Makroökonom Joshua Konstantinos diese Problematik ebenfalls prägnant zusammen: »Die Welt steht nun vor der unmöglichen Entscheidung zwischen dauerhaft reduzierter Produktivität und verlangsamtem Wirtschaftswachstum – oder dem Massenkonkurs eines bedeutenden Teils der Wirtschaft.«⁹⁸

Dem sollen **zwei konstruktive Gedanken** entgegengehalten werden. Erstens könnte bei ansonsten ordentlicher Wirtschaftsentwicklung und dem Ausbleiben exogener Schocks ein ganz langsames Ausschleichen der Niedrigzinspolitik (**Tapering**) mit einem über die Zeit stark gestreckten Abbau der Zombie-Quote funktionieren. Zweitens muss auch das Szenario dauerhaft reduzierter Produktivität kein Horrorszenario darstellen – insbesondere, wenn es eine Vielzahl oder sogar alle großen Volkswirtschaften betrifft. Im Gegenteil böte dieses Szenario zum Beispiel in Hinblick auf ökologische Aspekte und den Klimawandel sogar positive Perspektiven. Die folgende Frage sei daher angebracht: **Muss die Produktivität wirklich immer stärker wachsen?** Oder gibt es auch ein Leben jenseits des Produktivitätswachstums?

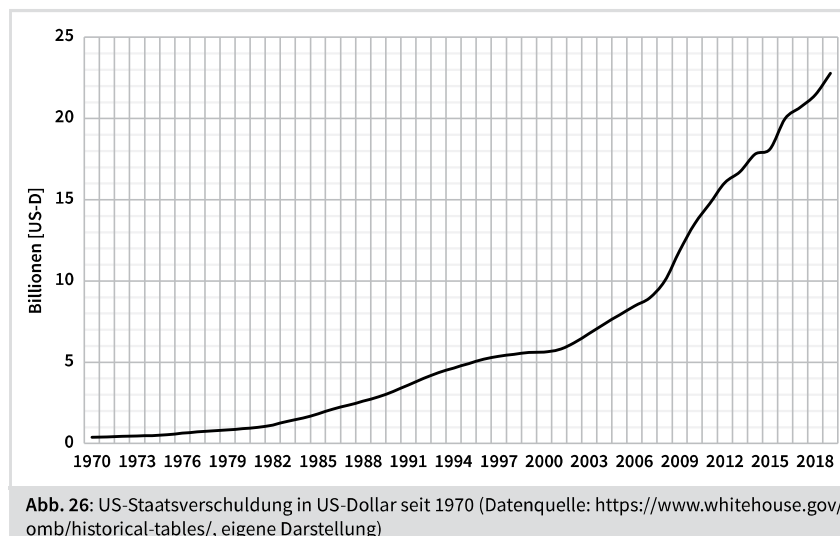
3.5 Enorm steigende Verschuldung – kann das gut gehen?

In Kapitel 3.1 konnten Sie Folgendes lesen: *Schulden sind die Kehrseite von Geldvermögen und in einer Geldwirtschaft grundsätzlich unvermeidbar. Die grundsätzliche Verteufelung von Schulden ist also kontraproduktiv und wirft uns in die Steinzeit zurück. Aber: Die Menge macht das Gift. Hohe Schulden destabilisieren ein Finanzsystem. Und sofern Zinsen für die Schulden anfallen und diese wegen des Zinseszins-effektes exponentiell wachsen, besteht die Gefahr, dass dem gestiegenen Geldvermögen kein entsprechend gewachsenes Realvermögen mehr entspricht.*

An diese Überlegungen anknüpfend wird nachfolgend die Entwicklung von Schulden über die letzten Jahre dokumentiert – sowohl in der Eurozone als auch weltweit. Außerdem wird gezeigt, dass die Schuldenproblematik keineswegs auf **Staatsschulden** begrenzt ist, sondern die Sektoren »Private Haushalte« sowie »Unternehmen« ebenso einbezogen werden sollten. Und welche Fehlanreize und »Blüten« niedrige Marktzinssätze auslösen, vor allem, wenn sie sich nicht allmählich und langsam entwickeln, sondern innerhalb weniger Jahre auf ein hierfür nicht vorbereitetes Wirtschaftssystem stoßen.

Absolutwerte besagen wenig

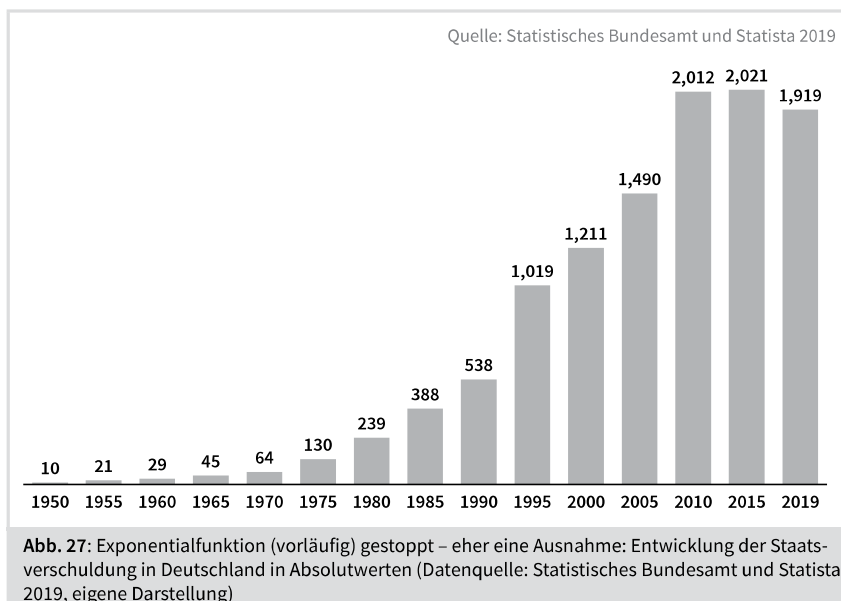
Häufig wird gerade von Crash-Propheten und Schwarzmalern die Diskussion über eine ausufernde Verschuldung anhand von Absolutwerten, also an absoluten Beträgen wie US-Dollar oder Euro festgemacht. Die Gegenüberstellung von aktuellen Verschuldungszahlen mit denen von vor zehn, zwanzig oder dreißig Jahren wirkt stets spektakulär und bedrohlich und nährt einen Alarmismus. Dabei entsteht – insbesondere wenn man längere Zeiträume betrachtet – geradezu zwangsläufig ein zu negatives Bild, welches meist ganz grob einer Exponentialfunktion entspricht. Nachstehend finden Sie eine solche exemplarische Darstellung – es handelt sich um die US-amerikanischen Staatsschulden.



Eine schon fast typische Exponentialfunktion. Ist es jedoch sachgerecht, mit absoluten Zahlen zu argumentieren? Aus meiner Sicht nein. Das Argumentieren mit Absolutwerten ist aus den beiden folgenden Gründen nicht sachdienlich:

Erstens orientiert man sich damit einmal mehr an nominellen Größen, unterliegt also der Geldillusion (vgl. Kapitel 3.3). Somit hat man keine Vorstellung für den realen Gegenwert der Schulden. Würde man die Werte deflationieren, d. h., den kumulierten **Effekt der Inflation bereinigend herausrechnen**, so ergäbe sich bereits ein anderes Bild. In vielen Fällen würden die Schulden zwar trotzdem steigen, jedoch nicht mehr annähernd so dramatisch und vor allem nicht exponentiell.

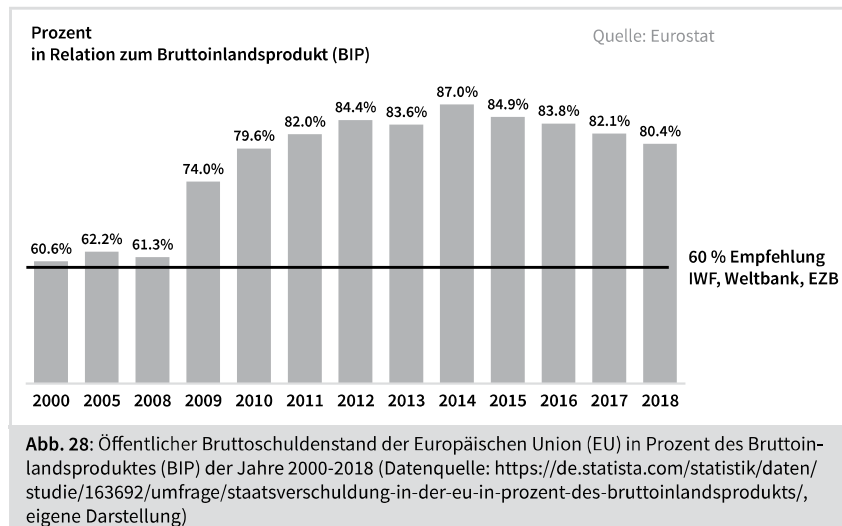
In Deutschland ergibt sich im letzten Jahrzehnt sogar noch ein anderes Bild. Die deutschen Staatsschulden sind seit etwa zehn Jahren nominal stabil, das Schuldenwachstum ist also zum Erliegen gekommen.⁹⁹



Zweitens ist es nicht sachdienlich, mit Absolutwerten zu argumentieren, weil vielmehr die Entwicklung von **Schulden im Verhältnis zu anderen ökonomischen Bezugsgrößen**, z. B. der Wirtschaftsleistung eines Landes, interpretiert werden

3 Harte Fakten

sollte. Üblich für diese Darstellung ist die Staatsschuldenquote in Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP). Stellt man den obigen Absolutwerten (Euro-Beträge) nämlich die Entwicklung der Wirtschaftsleistung gegenüber, so zeigt sich, dass als Folge der Finanzkrise 2008/2009 die deutsche Staatsschuldenquote zwar von ca. 63,7% (2007) bis 81,8% (2010) des jeweils gleichjährigen Bruttoinlandsproduktes angestiegen war. Seither sank sie jedoch stetig, meist um rund drei Prozentpunkte pro Jahr, und betrug 60,9% im Jahr 2018.¹⁰⁰ Es werden also die Staatsschulden eines Landes mit dessen Wirtschaftsleistung ins Verhältnis gesetzt. Relativwerte sind hier aussagefähiger. Eine Übersicht der Staatsverschuldungsquote der EU-Länder gibt die nachstehende Abbildung wieder.



Es wird erkennbar, dass die Bewältigung der Finanzkrise von 2008/2009 zu einer deutlichen Steigerung der Staatsverschuldung in der EU geführt hat. Jedoch auch, dass die durchschnittliche Staatsverschuldung in der EU seit 2014 stetig zurückgeht. Auch in 2019 hielt dieser Rückgang an.¹⁰¹



Völlig gegensätzliche geldtheoretische Sichtweisen

Es gibt eine Vielzahl von Geldtheorien und volkswirtschaftlichen Konzepten, die hier nicht dargestellt werden sollen. Bei allen Unterschieden im Detail gab es jedoch die über Jahrzehnte herrschende Meinung, dass eine starke Ausweitung der Geldmenge geradezu

zwangsläufig zu Inflation führt (wenn auch manchmal mit zeitlicher Verzögerung). Eine radikal gegensätzliche Sichtweise verfolgt die noch junge **Modern Monetary Theory** (auch: Modern Money Theory, im Folgenden kurz **MMT**)¹⁰². Die Kernaussagen der MMT sind wissenswert, weil in den letzten Jahren die Zentralbanken Japans und phasenweise auch der USA in ihrer Geldpolitik den Empfehlungen der MMT folgen. Dies wird für die EZB in Zukunft ebenfalls erwartet, zumal die seit Ende 2019 amtierende EZB-Präsidentin Christine Lagarde in ihrer früheren Funktion als IWF-Chefin ebenfalls die Position der MMT vertrat.

Wesentliche **Kernaussagen der MMT** lauten:

- Staaten mit autonomer Zentralbank können nie zahlungsunfähig werden, weil eine autonome Zentralbank beliebig Geld schöpfen kann. Und das darf sie auch ruhig tun.
- Ein Staat kann keineswegs nur das Geld ausgeben, das er zuvor eingenommen hat (z. B. über Steuern), sondern er kann sehr wohl auch Geld ausgeben, ohne es vorher eingenommen zu haben.
- Mit Hilfe der Verwendung von Steuern kann ein Staat in Abstimmung mit der Zentralbank die Inflationsrate beeinflussen und ggf. in Überhitzungsphasen durch Nichtausgabe vereinnahmter Steuern und Abbau von Staatsverschuldung die gesamtwirtschaftliche Nachfrage senken. Ein Staat mit autonomer Zentralbank hat das gesamte Instrumentarium, um eine ausufernde Inflation zu verhindern.
- Die 60%-Grenze der Maastrichter Verträge ist nicht relevant. Auch höhere Staatsschulden sind kein Problem, solange nur gilt, dass die Zinslast des Staates unter dem Wachstum des BIP bleibt. Als Konsequenz wird die Verschuldungsmöglichkeit des Staates durch sinkende Zinsen enorm gesteigert.

Die Anhänger klassischer Geldtheorien – allen voran die sogenannte »**Österreichische Schule der Nationalökonomie (kurz: Austrian Economics)**«¹⁰³ – halten die MMT für eine gefährliche Irrlehre und ein unverantwortliches Experiment, an dessen Ende überbordende Inflation sowie der Zusammenbruch der Währung stehen werden.¹⁰⁴

Relevanz der Gesamtverschuldung für die Stabilität eines Finanzsystems

Der Blick auf die Staatsschulden zeigt jedoch nur die halbe Wahrheit. Daneben sind noch die Schulden der beiden **Sektoren »Private Haushalte« und »Unternehmen«** relevant.¹⁰⁵ Die Verschuldung von Finanzunternehmen wird aus der Betrachtung des Unternehmenssektors herausgerechnet, da es ansonsten zu Doppelzählungen käme. Finanzunternehmen – in aller erster Linie Kreditinstitute – sind letztlich als »Zwischenhändler des Geldes« (Fachausdruck: Intermediäre) vermittelnd zwischen Gläubigern und Schuldern tätig. Während es richtig und wichtig ist, die von der Finanzwirtschaft ausgehenden Risiken zu beobachten und die Branche sachgerecht zu regulieren, wäre es sachlogisch falsch, die Schulden der Finanzinstitute als

zusätzliche Unternehmensschulden zu erfassen. Die Kreditinstitute leiten die Geldströme nur an die drei Sektoren Staat, private Haushalte und Unternehmen weiter, wo diese bereits als Schulden erfasst sind.

Verschuldung von privaten Haushalten

Eine moderate Verschuldung der privaten Haushalte kann gesamtwirtschaftlich stabilisierend wirken, da sie dazu beiträgt, den privaten Konsum über unterschiedliche Phasen des Konjunkturzyklus zu stabilisieren. Eine hohe Schuldenquote zwingt die Privaten hingegen in den Folgejahren zum »Nachsparen«, also zu künftigem Konsumverzicht, um ihre Verpflichtungen zu decken, und wirkt damit wachstumsdämpfend. Zudem steigen mit der privaten Verschuldung die Ausfallrisiken dieser Kredite und zwar gerade in konjunkturellen Schwächephasen mit Wegfall von Überstunden, steigender Kurzarbeit und Arbeitslosigkeit. Eine hohe private Verschuldungsquote wirkt somit prozyklisch und tendenziell krisenverstärkend.

Die Verschuldungsquote privater Haushalte in der Bundesrepublik Deutschland (rund 52,5% des BIP, Stand 2018)¹⁰⁶ wird von Makroökonomern unisono als recht unproblematisch beurteilt. Auch eine Vielzahl anderer EU-Staaten weisen Quoten unter oder dicht bei dem Empfehlungswert von 60% aus. Die nackten Zahlen dürfen jedoch nicht überinterpretiert werden, da scheinbar extrem schlechte Verschuldungswerte wie in der Schweiz (rund 128%) oder den Niederlanden (104%) häufig durch künstliche Aufblähungen zustande kommen. Diese sind meist durch steuerlich bedingte Verschuldungsanreize ausgelöst und durch gegengerichtete Geldvermögenspositionen gedeckt.¹⁰⁷ Daher sollen hier keine »Zahlenschlachten« mit Verschuldungswerten geführt, sondern nur bemerkenswerte Entwicklungen aufgezeigt werden.

- **Positiv:** Die hohe Verschuldung privater Haushalte in den von der Finanzkrise 2008/2009 besonders hart getroffenen **EU-Staaten** wie Spanien, Portugal und Italien hat sich zwischenzeitlich zurückgebildet. Von dieser Seite her droht der Eurozone derzeit kein besonderes Risiko.
- **Negativ:** Anlass für Besorgnis bietet jedoch die rasant wachsende Verschuldung **chinesischer** Privathaushalte bei gleichzeitig stark sinkender Sparquote. Während die Sparquote (Ersparnisse in Prozent des Einkommens) der Festland-Chinesen vor zwanzig Jahren mit rund 30% die höchste weltweit war, ist sie aktuell auf rund 5% gesunken. Anfang 2020 lag die Schuldenquote bei rund 60% und entsprach gleichzeitig einem durchschnittlichen Jahreseinkommen. Beides sieht zunächst undramatisch aus. Jedoch ist die Dynamik des Schuldenwachstums enorm, da die private Schuldenquote vor zehn Jahren noch unter

3.5 Enorm steigende Verschuldung – kann das gut gehen?

20% lag. Zudem ist nur ca. die Hälfte dieser Kredite überhaupt besichert. Und soweit Sicherheiten bestehen, sind das meist Immobilien oder Autos. Während man über die Wertentwicklung von Kfz keine Worte verlieren muss, geht von der Möglichkeit einer Immobilienblase in China ein ernst zu nehmendes Risiko aus, welches auch auf Amerika und Europa ausstrahlen kann.¹⁰⁸



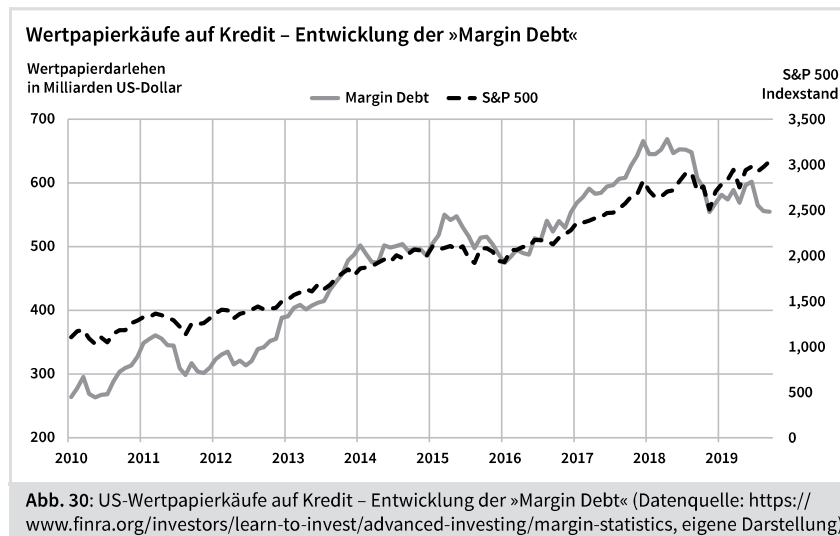
Abb. 29: Verschuldung

Ebenso kritisch: In den USA mit einer Schuldenquote privater Haushalte in Höhe von 75% des BIP haben in den letzten Jahren sowohl die Kfz-Kredite (bzw. entsprechende Leasingverbindlichkeiten) als auch Studienkredite enorm zugenommen. Im Falle eines Konjunkturabschwungs wird ein erheblicher Teil dieser Kredite notleidend und damit krisenverschärfend werden. Parallel hierzu entwickeln sich auch die Volumina an Immobilienkrediten wieder in Richtung des Niveaus vor der Finanzkrise 2008/2009.

Sonderfall: Verschuldung zum Aktienkauf

Von besonderer Brisanz sind (private) Schulden, die zum meist spekulativen Erwerb von Sachanlagen eingesetzt werden (der Fachausdruck lautet: Margin Debt).¹⁰⁹ Dies müssen nicht zwangsläufig Aktien sein, es könnte sich beispielsweise auch um kreditfinanzierte Hochzinsanleihen oder Edelmetalle handeln. Dies ist eine weitere Nebenwirkung der billigen Liquidität. Die nachstehende Abbildung zeigt auf der linken Achse die Entwicklung der Wertpapierkredite in US-Dollar und auf der rechten

Seit die Entwicklung des S&P 500 Aktienindex, der die fünfhundert größten US-Unternehmen repräsentiert.



Die Parallelität zwischen dem Volumen der in Anspruch genommenen Wertpapierkredite (durchgezogene Linie) einerseits und der Entwicklung des Aktienindex Standard & Poor's 500 (gepunktete Linie) andererseits ist unübersehbar und kann über einen solch langen Zeitraum kein Zufall sein. Da bei Margin Debt die erworbenen Wertpapiere als Sicherheit für die Schulden dienen, kommt es bei Kursrückgängen aufgrund des Wertverfalls der Sicherheit zur zwangsweisen Auflösung solcher Kredite und damit zu einer sich selbst verstärkenden Wirkung. Ein Kursrückgang an den Aktienmärkten würde also zum Wertverfall der Kreditsicherheiten führen, was zu einer vermehrten Auflösung der Kredite führt. Die als Sicherheit hinterlegten Aktien kommen vermehrt zum Verkauf, erhöhen also das Angebot und vermindern mithin weiter die Aktienpreise. Hohe Wertpapierkredite sind damit eindeutig destabilisierend.

Verschuldung von Unternehmen

Die starke Zunahme der Verschuldung von nicht-finanziellen Unternehmen (künftig nur noch kurz Unternehmen genannt)¹¹⁰ ist ganz überwiegend eine Folge der gesunkenen Zinssätze. Die **erhebliche Verbilligung von Fremdmitteln** hat nämlich zwei Konsequenzen für die Unternehmen:

Erstens macht sie Investitionen attraktiv, die bei höheren Finanzierungskosten nicht wirtschaftlich vorteilhaft gewesen wären. Soweit es sich hierbei um Sachinvestitionen mit einem kapazitätserweiternden Effekt und der Schaffung von zusätzlichen Arbeitsplätzen handelt, entspricht dies exakt den Zielen der Regierungen und Zentralbanken nach einem expansiven Konjunkturreffekt. Die gesamte Volkswirtschaft wächst also.

Zweitens führen verbilligte Fremdmittel dazu, dass Unternehmen ihr Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzen, da die vom Markt geforderten Eigenkapitalrenditen nicht parallel zu den Fremdkapitalrenditen gesunken sind. Kurzum: Es ist für die Unternehmen schlichtweg betriebswirtschaftlich sinnvoll, den Anteil des vergleichsweise teuren Eigenkapitals an den gesamten Finanzierungsmitteln zu senken und den altbekannten Leverage-Effekt¹¹¹ zur Hebelung der Eigenkapitalrendite zu nutzen. Das mag volkswirtschaftlich schädlich sein und die Robustheit der Wirtschaft insgesamt senken. Jedoch ist es betriebswirtschaftlich absolut sinnvoll und ein Vorstand, der dieses Spiel nicht mitspielt, wird sich sehr bald auf die Verbesserung seines Golf-Handicaps konzentrieren können.

Dieser zweite Effekt – Austausch von Eigen- durch Fremdkapital – ist von den Zentralbanken überhaupt nicht angestrebt, sondern wird als unerwünschte Nebenwirkung eben zwangsläufig in Kauf genommen. Er ist somit Teil des bereits angesprochenen »Kollateralschadens«.

Exkurs: Ungesunde Auswüchse des Aktienkaufs auf Pump – Investition ins eigene Unternehmen

Gemäß einer Studie der Ökonomen Robert Ayres und Michael Olenick haben US-Unternehmen zwischen 2010 und 2015 mehr Geld für Dividenden und Aktienrückkäufe ausgegeben, als sie netto verdient haben.¹¹² Dies bedeutet nicht nur, dass sie Gewinne nicht einmal teilweise zu Finanzierung von Sachinvestitionen und Kapazitätserweiterungen genutzt haben. Sondern auch, dass sie zusätzliche Schulden eingingen, um eigene Aktien zurückzukaufen. Dieses Verhalten wurde auch in den Folgejahren beibehalten. Allein im Jahr 2018 beliefen sich die Aktienrückkäufe durch die 3.000 größten US-Unternehmen auf ein Volumen von über einer Billion US-Dollar.

Ein paar Beispiele: **Apple** hat von 2014 bis 2018 ziemlich genau jede fünfte Aktie vom Markt zurückgenommen und dafür z. B. im Jahr 2018 ca. 70 Mrd. US-Dollar ausgegeben – was grob überschlägig dem Fünfeinhalbfachen der Dividendenzahlung entsprach. Vom Computerriesen **IBM** existieren heute nur noch halb so viele Aktien wie vor 25 Jahren. Ein Nebeneffekt der Aktienrückkaufprogramme der Unternehmen ist, dass sich durch die geminderte Zahl der Aktien am Markt der Kurs der einzelnen Aktie erhöht. Und selbst bei verringertem Dividendenvolumen kann das Unternehmen eine höhere Dividende pro Aktie ausschütten.

Während früher der Rückkauf eigener Aktien überwiegend aus erwirtschafteten Gewinnen erfolgte, nutzen derzeit die Unternehmen verstärkt billige **Fremdmittel zur Finanzierung der Rückkäufe**. Somit werden der Buchwert des haftenden Eigenkapitals durch den Rückkauf eigener Aktien verringert und gleichzeitig die Schulden gesteigert. Dieses Vorgehen ist angesichts der niedrigen Zinsen für Unternehmensanleihen nachvollziehbar. Jedoch ist es weder langfristig gesund, da die Haftungsbasis der Unternehmen geschmälert wird, noch dient es der konjunkturellen Stabilität der Volkswirtschaft, da sich deren Krisenanfälligkeit erhöht. Die berechtigte Sorge ist also, dass sich die Verschlechterung der Finanzierungsstruktur zeitverzögert rächen wird. Im schlimmsten Fall bei einem Crash.

Spektakuläres Negativbeispiel: McDonald's

Dass eine Steigerung des Aktienkurses allein jedoch nicht das Maß aller Dinge sein sollte, zeigt das Beispiel McDonald's. Gemäß der Geschäftsberichte nahm der Firmenumsatz zwischen 2013 und 2018 um ca. 17% ab. Der operative Gewinn stieg im selben Zeitraum (wahrscheinlich wegen Kostensenkungen und Margensteigerungen) insgesamt um 4% – also eher minimal. Gleichzeitig stiegen jedoch der Gewinn pro Aktie um ca. 35% und der Aktienkurs im genannten Zeitraum um ca. 80%. Möglich wurde dies ganz einfach durch massive kreditfinanzierte Aktienrückkäufe. McDonald's hat für insgesamt ca. 22 Mrd. US-Dollar eigene Aktien vom Markt zurückgenommen. Und gleichzeitig niedrigverzinsliche Unternehmensanleihen begeben, um sein Fremdkapital zu erhöhen. Ein **Hebelgeschäft in Reinform**.

Bungalows sind stabiler als Jenga-Hochhäuser

Eine sehr gute Metapher, um dieses Aushöhlen des bilanziellen Eigenkapitals eines Unternehmens zu veranschaulichen, ist Jenga. Hier werden Bauklötze von unten aus

dem Turm herausgenommen, um sie obenauf zu stapeln. Dabei wird die Turmkonstruktion zwar höher und höher – gleichzeitig aber gefährlich instabil.¹¹³



Abb. 31: Jenga-Finance: Bungalows sind stabiler als Jenga-Hochhäuser.

Bezogen darauf bezeichne ich das, was Unternehmen mit kreditfinanzierten Aktienrückkaufen »konstruieren«, **Jenga-Finance**. Gesund ist das nicht. Die **Verminderung des Eigenkapital-Buchwertes** senkt die Widerstandskraft bzw. Robustheit des Unternehmens – die Krisenanfälligkeit beim nächsten Wirtschaftsabschwung erhöht sich. Gleichzeitig führt die hohe Verschuldung zu einem verschlechterten Unternehmensrating. Da viele Anleger derzeit recht verzweifelt nach zumindest geringer positiver Rendite suchen, gibt es aktuell trotzdem noch viel Nachfrage nach Unternehmensanleihen – auch bei deren mittelmäßiger bis schlechter Bonität. McDonald's hat derzeit ein BBB-Rating. Damit kann das Unternehmen in einer Nullzinswelt bequem leben und sich preiswert Fremdkapital beschaffen. Jedoch ist das BBB-Rating die schlechteste Stufe im Investment-Grade und viele Anleger bzw. Kapital-sammelstellen müssten die McDonald's-Anleihen im Falle einer weiteren Ratingverschlechterung um nur eine einzige Stufe verkaufen, da dann der Investment-Grade verloren ginge.¹¹⁴ Während vor zehn oder fünfzehn Jahren nur ein sehr kleiner Teil

der Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich in der Stufe BBB eingeordnet war, sind dies Ende 2019 über 50 % aller Unternehmensanleihen.

Zusammenfassend können Sie erkennen, dass die fulminanten Kursanstiege von Aktien aufgrund der niedrigen Zinsen durch drei simple Effekte zustande kommen, die sich gegenseitig noch verstärken.

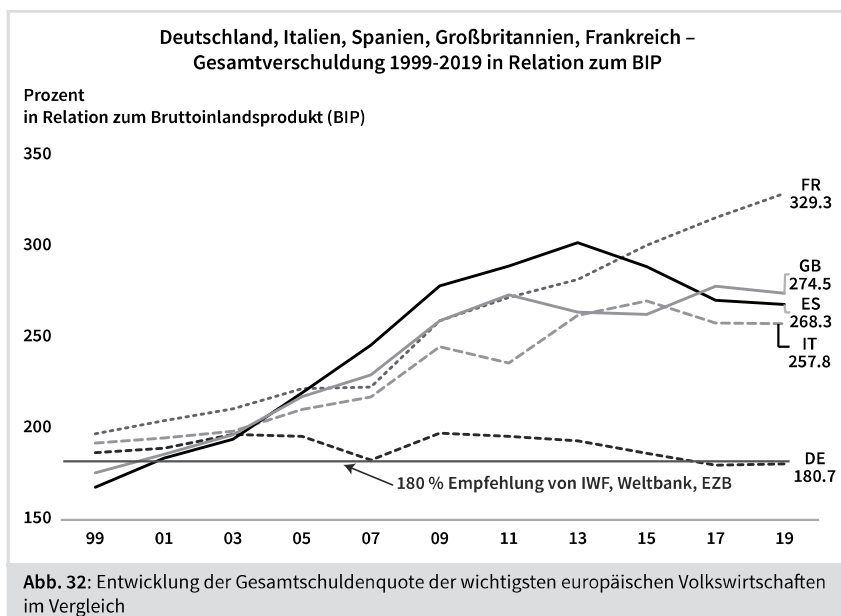
- **Erstens** der Opportunitätskosten-Effekt: Durch die sinkenden Zinsen werden selbst unveränderte Dividendenzahlungen attraktiver und führen zu einer Höherbewertung der Aktie.
- **Zweitens** die Gewinnsteigerung durch niedrigere Fremdkapitalkosten der Unternehmen: Wenn die Zinsaufwendungen bei sonst unveränderten Kosten sinken, bleibt eben mehr Gewinn übrig. Studien errechnen, dass zum Teil 70 % und mehr der Gewinnsteigerungen von Unternehmen derzeit ganz schlicht durch ersparte Zinsaufwendungen erklärbar sind.
- **Drittens** der Effekt durch fremdfinanzierte Aktienrückkäufe: Diese sind bildlich gesprochen nichts anderes, als dass man einen gegebenen Kuchen nun in weniger Stücke schneidet. Jedoch wird der gesamte Kuchen nicht dadurch größer, dass man größere Stücke schneidet.

Auf die Gesamtverschuldung kommt es an

Zurück von der Unternehmens- auf die volkswirtschaftliche Ebene: Auch wenn die Schulden des einen die Forderungen bzw. das Geldvermögen des anderen sind, so sind doch Wirtschaftsräume mit hohen Schuldenvolumina – ganz wie ein hoch gebauter Jenga-Turm – grundsätzlich fragiler als solche mit geringeren Schulden. Und auch hier kommt es nicht auf die Absolutgrößen an, sondern auf das Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Um im Bild zu bleiben: Bei gegebener Höhe des Jenga-Turms stellt sich die Frage, wie viel Substanz im unteren Bereich ist. Je mehr Lücken und »Luft« (fehlendes Eigenkapital, fehlende Haftungsmasse), desto geringer die Robustheit gegenüber Stürmen und Erdbeben. Sowohl hohe Schulden als auch niedrige Zinsen gehen mit einer Zunahme von Fehlinvestitionen einher und senken das Produktivitätswachstum einer Volkswirtschaft, da sich unproduktive und unrentable Geschäftsmodelle am Leben erhalten können (vgl. die Ausführun-

gen zu den Zombie-Unternehmen in Kapitel 3.4).¹¹⁵ Das alles ist nicht erfreulich, aber Fakt.

Die nachfolgende Abbildung zeigt schließlich die Entwicklung der **Gesamtschuldenquote** der wichtigsten **europäischen Volkswirtschaften** im Vergleich.



Lediglich Deutschland befindet sich einigermaßen in der Nähe der empfohlenen Gesamtschuldenquote von 180% des BIP. Auch das kürzlich aus der Eurozone ausgetretene Großbritannien weist eine erheblich zu hohe Gesamtverschuldung aus.¹¹⁶

Möchte man diese Zahlen in einen weltweiten Zusammenhang setzen, bietet es sich an, die Entwicklung der **Gesamtverschuldungsquote der G20-Staaten** zu

3 Harte Fakten

betrachten. Immerhin repräsentieren die Mitglieder der G20 fast 90% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts und rund 80% des Welthandels. Hier ergibt sich das folgende Bild.¹¹⁷

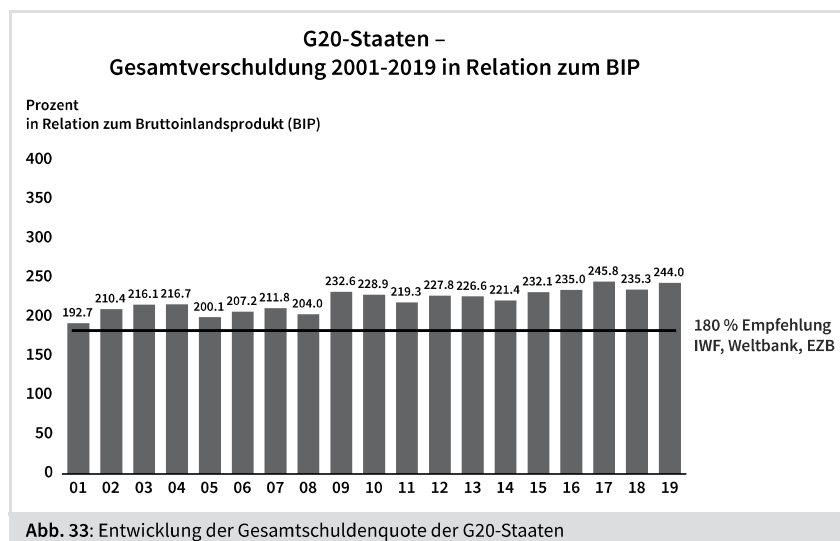
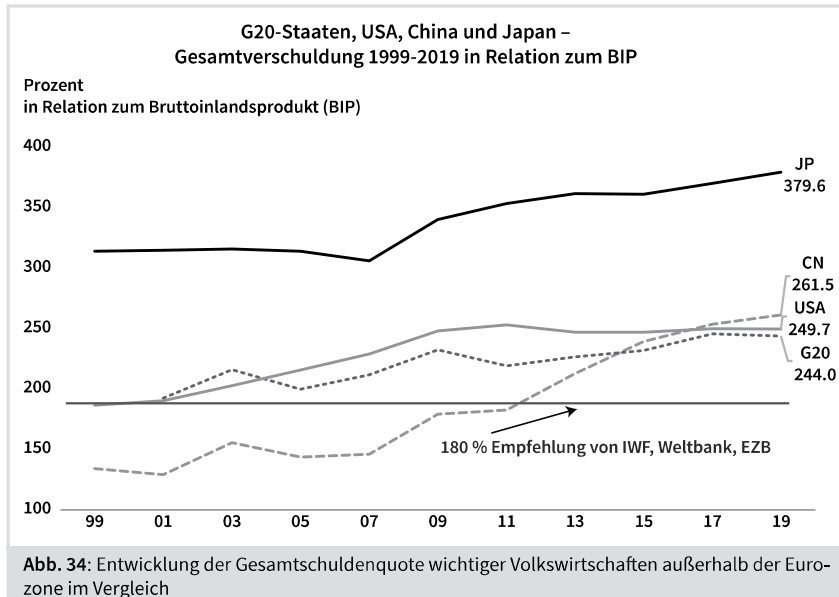


Abb. 33: Entwicklung der Gesamtschuldenquote der G20-Staaten

Der Abstand zum Empfehlungswert von 180% ist tendenziell gestiegen und die Gesamtverschuldungsquote ist zu hoch. Jedoch scheint der weitere Anstieg zum Stillstand gekommen zu sein, was auch daran liegen könnte, dass für die bereits bestehenden Schulden immer weniger Zinsen zu bezahlen sind.¹¹⁸

Abschließend noch ein Blick auf die Entwicklung der **Gesamtverschuldungsquote wichtiger einzelner Volkswirtschaften außerhalb der Eurozone.**



Die in der vorangegangenen Abbildung diskutierte schlechte Kennziffer der G20-Staaten (244%) wird vorliegend durch die noch höheren Gesamtverschuldungsquoten der großen Volkswirtschaften USA, China und Japan fast ein wenig relativiert. Nun ist diese »schlechte Gesellschaft« sicher nicht beruhigend oder anstrebenswert. Eine Gesamtverschuldungsquote von 379,6%, wie sie Japan derzeit aufweist, ist ein extrem hoher und fragiler Jenga-Turm. Allerdings zeigt die Tatsache, dass die japanische Volkswirtschaft und der Yen auch die letzten 10 Jahre überstanden haben, dass hohe Gesamtverschuldungsquoten von Euro-Staaten zwar nicht positiv sind, jedoch allein nicht als Hinweis auf einen sichereren baldigen Euro-Crash interpretiert werden dürfen.

3.6 Konflikt zwischen Systemschutz und Verbraucherschutz

Falls es zu einer Finanzkrise kommen sollte, werden nahezu alle Beteiligten Verluste zu beklagen haben. Folglich liegt es im gesellschaftlichen und staatlichen Interesse, das Finanzsystem funktionsfähig zu halten, zu stabilisieren und so gut wie möglich gegen vermeidbare Bedrohungen zu schützen. Hierbei kann es an einigen Stellen zu **Interessenkonflikten** zwischen **Verbraucherschutz** einerseits und **Systemschutz**