

Wirtschaftspolitik aktuell: April 2018

Wachsender internationaler Schuldenstand birgt Stabilitätsrisiken

- Systemische Risiken haben aufgrund eines Auseinanderdriftens real- und finanzwirtschaftlicher Indikatoren zugenommen.
- Wachsender Verschuldungsgrad erhöht die Anfälligkeit für Schocks.
- Verschlechterung der Kreditqualität erhöht systemische Risiken.

Autor

Dr. Siegfried Utzig

Wirtschaft

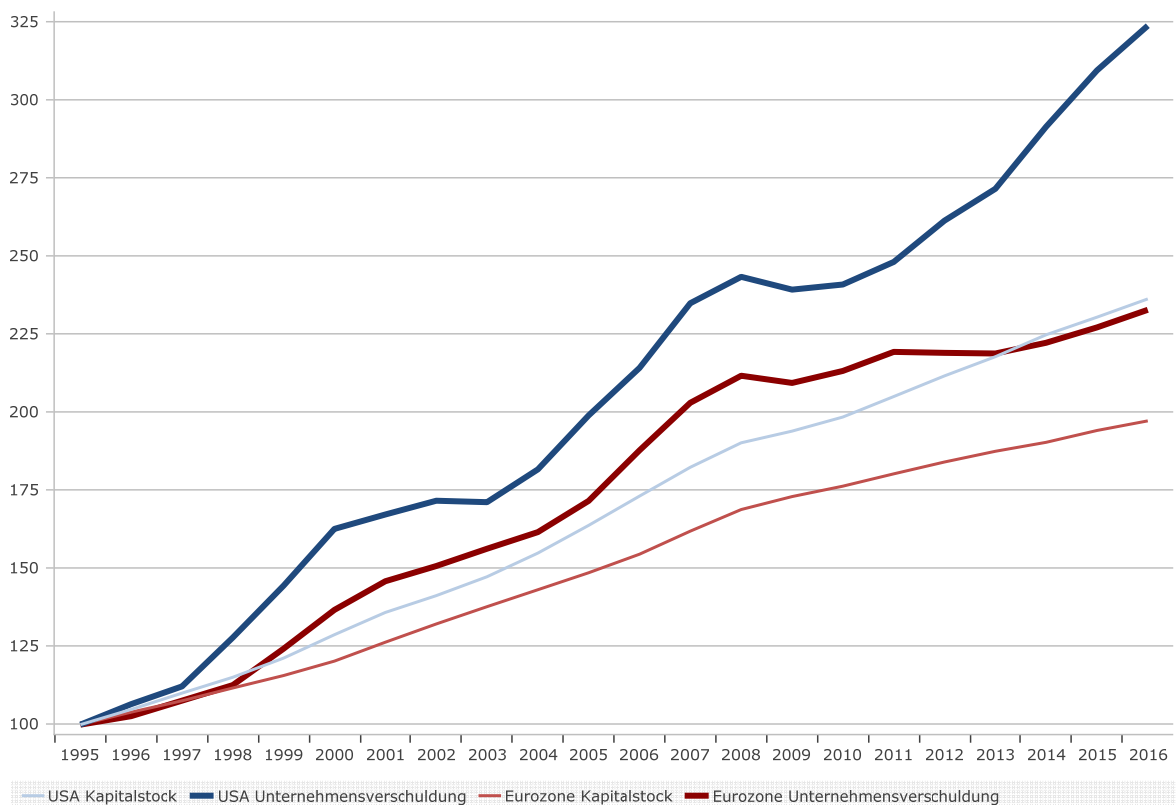
Telefon +49 30 1663-1140

siegfried.utzig@bdb.de

Nach einer langen Phase mit nur geringen Anzeichen für systemisches Risiko an den internationalen Finanzmärkten, sind die verschiedenen Risikoindikatoren in den vergangenen Monaten als Folge der jüngsten Markt-turbulenzen erstmals wieder spürbar angestiegen. Zwar sind die Indikatoren aus historischer Sicht nach wie vor niedrig, jedoch rückt nun eine Entwicklung stärker in den

Vordergrund, die bisher weitgehend unbeachtet geblieben war – ein bemerkenswertes Auseinanderlaufen von realwirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Entwicklung einerseits sowie eine solche innerhalb des Finanzsektors andererseits. Drei Faktoren sind dabei besonders hervorzuheben.

Unternehmensverschuldung und Investitionen laufen auseinander



Quelle: OECD.

Divergenz bei...

Gewinnen und Börsenkursen

Wird die Entwicklung des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) als ein grober Indikator für die gesamtwirtschaftliche Gewinnentwicklung verstanden, so fällt auf, dass in den Industrieländern die Bewertung an den Aktienbörsen in den zurückliegenden Jahren deutlich schneller gestiegen ist, als das BIP. Ob die in den Aktienkursen enthaltenen Gewinnerwartungen erfüllt werden können, wird wiederum entscheidend von der Investitionstätigkeit abhängen.

...Investitionen und Verschuldung

Hier ist jedoch eine weitere Divergenz zu beobachten. In den Industrieländern hat das Investitionswachstum spürbar nachgelassen, mit erwartbaren negativen Auswirkungen auf die Geschwindigkeit des Technologietransfers und das Wachstumspotenzial. Gleichzeitig ist aber ein Auseinanderdriften von Unternehmensverschuldung und Unternehmensinvestitionen zu beobachten. So war in nahezu allen OECD-Ländern die Dynamik der Unternehmensverschuldung im Verhältnis zum BIP vor der Finanzkrise von einem erheblichen Anstieg des Schuldenstands gekennzeichnet. Nach der Krise stellte sich zunächst eine begrenzte Abwärtsbewegung der Verschuldung ein. In den letzten Jahren stieg jedoch die Verschuldung der Nicht-Finanzunternehmen im Verhältnis zum BIP in vielen OECD-Ländern wieder an. Eine höhere Schuldenquote steigert jedoch die Anfälligkeit der Bilanzen gegenüber externen Schocks, wie zum Beispiel Zinserhöhungen.

...Verschuldung und Kreditqualität

Wendet man sich schließlich der Unternehmensverschuldung selbst zu, dann weisen die Statistiken zunächst eine Entwicklung weg von Bankkrediten und hin zu Anleihen aus. Nach Berechnungen der OECD ist der

Anteil der Bankkredite an der gesamten Fremdfinanzierung der Unternehmen in den Industrieländern seit 2008 um rund 5 Prozentpunkte zurückgegangen. Diese Vertiefung der Anleihemärkte kann sich positiv auf die Unternehmen auswirken, indem sie zu einer Diversifizierung der Finanzierungsquellen und einer Verlängerung der Laufzeiten führt.

Sie wäre deshalb an sich nicht zu beanstanden, allerdings zeigen die Statistiken auch, dass die Expansion der Anleiheemissionen mit einer kontinuierlichen Abnahme der Kreditqualität erkauft wurde. Gleichzeitig stieg aber auch aufgrund der lang andauernden Niedrigzinsphase die Risikobereitschaft der Investoren, die sich in einer Einengung der Risikospreads dokumentiert. Erst die steigende Risikoneigung führte zu einer massiven Zunahme der Emissionen hochriskanter Schuldverschreibungen.

Anfälligkeit für Schocks nimmt zu

Dadurch erhöht sich die Anfälligkeit der Fremdkapitalmärkte und setzt die Anleihehaber erheblichen Risiken aus. Zusammengefasst ergibt sich aus diesen Entwicklungen ein Bild der Volkswirtschaften der Industrieländer, das eine gestiegene Anfälligkeit für Schocks, wie Veränderungen der Wachstumsaussichten oder die Auswirkungen eines Zinsanstiegs, zeichnet.

Selbstverständlich führt Fremdkapitalfinanzierung nicht zwangsläufig in eine finanzielle Schieflage. Es ist jedoch ratsam, eine hohe und wachsende Verschuldung bei gleichzeitiger Veränderung in der Zusammensetzung der Finanzportfolios, insbesondere in Zeiten außergewöhnlich niedriger, aber wahrscheinlich steigender Zinssätze, kritisch unter die Lupe zu nehmen. In den Jahren seit der Finanzkrise haben sich die Risiken vom Bankensystem auf andere Finanzinstitute und

Kreditintermediäre verlagert. Die Regulierung nach der Finanzkrise konzentrierte sich jedoch im Wesentlichen auf die Banken. Deshalb ist Wachsamkeit geboten, da zu den von Nichtbank-Finanzintermediären ausgehenden Risiken nur unzureichende Informationen vorliegen.

Schließlich muss die Effizienz der Kapitalallokation sicherstellen, dass die Verschuldung der Unternehmen tragfähig bleibt und das Wachstum mittelfristig nicht beeinträchtigt. Die seit der Krise zu beobachtende Investitionsschwäche gibt jedoch Anlass zur Sorge, dass die vermehrt aufgenommenen Finanzmittel nicht dazu genutzt werden, die langfristigen Produktionskapazitäten zu verbessern.

Ursachen für wachsende Divergenz

Dieses Auseinanderdriften von Unternehmensverschuldung und Unternehmensinvestitionen ist sowohl im Euroraum, als auch in den Vereinigten Staaten zu beobachten. Das Phänomen kann auf verschiedene Weisen gedeutet werden. Zum einen korreliert die steigende Unternehmensverschuldung mit einem historisch hohen Volumen an Aktienrückkäufen. Dies könnte darauf hindeuten, dass Unternehmen Kredite aufnehmen, um Mittel an die Aktionäre zurückzuführen, und nicht, um Investitionen zu finanzieren. Eine alternative Erklärung wäre, dass der zeitgleiche Anstieg der Aktienrückkäufe und der Unternehmensverschuldung aus einer pessimistischeren Einschätzung der künftigen Entwicklung von Nachfrage und Wirtschaftswachstum herrührt, die die Unternehmen veranlasst, Investitionsausgaben hinauszuschieben. Möglich ist drittens auch eine geplante Veränderung der Finanzierungsstruktur, hin zu stärkerer Fremdfinanzierung aufgrund der entstandenen Differenz zwischen Eigen- und Fremdkapitalkosten.

Bedenklich ist an dieser Entwicklung allemal, dass zu hoch verschuldete Unternehmen in der Regel an Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Ein hoher Verschuldungsgrad und eine Verzerrung zugunsten der Fremdfinanzierung schafft selbst in gesunden Unternehmen eine Präferenz für sicherere Investitionsprojekte, mit einer hohen Komponente an materiellen Wirtschaftsgütern sowie stabilen und vorhersehbaren Gewinnaussichten, was wiederum eine mögliche Erklärung für das derzeit niedrige Produktivitätswachstum sein könnte.

Position des Bankenverbandes

- Die Weiterentwicklung der Fremdkapitalmärkte verbessert den Finanzierungszugang der Unternehmen über eine Diversifizierung der Finanzierungsquellen. Dies ist besonders nützlich, wenn sich die Bankintermediation abschwächt, wie es nach Ausbruch der Finanzkrise der Fall war.
- Die zunehmende Bedeutung der Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt hat in dessen zur Folge, dass sich die Risiken immer mehr von Bankintermediären hin zu Nichtbank-Finanzunternehmen verschieben.
- Die Pufferfunktion, die in der Vergangenheit durch Banken bereitgestellt wurde, wird schwächer. Dadurch steigt das systemische Risiko.
- Auch wenn die derzeit hohe Verschuldung keine unmittelbare Gefahr für die Solvenz der Unternehmen darstellen dürfte, vermindert sie doch deren Fähigkeit, Nachfrageschwankungen standzuhalten, und erhöht ihre Anfälligkeit gegenüber Finanzierungsschocks. Dies gilt insbesondere bei einer geldpolitischen Straffung oder steigenden Refinanzierungsrisiken.
- Die globale Entwicklung der Unternehmensverschuldung muss sorgfältig beobachtet werden, da eine exzessive Verschuldung ein anfälliges Umfeld für schwere Rezessionen und Finanzkrisen schaffen kann.