

Zur jüngeren Entwicklung der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in ausgewählten Ländern des Euro-Raums

In den 2000er Jahren vollzog sich in einigen Mitgliedsländern der europäischen Währungsunion vor dem Hintergrund optimistischer Einkommenserwartungen und günstiger Finanzierungsbedingungen ein ausgeprägter Anstieg der Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise und der europäischen Schuldenkrise kam es zu einer Neubewertung der Einkommenssituation und einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Die hierbei aufgedeckten bilanziellen Ungleichgewichte offenbarten die Notwendigkeit von Bilanzanpassungen in Form eines Entschuldungsprozesses im nichtfinanziellen Privatsektor.

Während der Abbau der Verschuldung in den ersten Jahren nach Ausbruch der Krise noch nicht sehr weit vorangeschritten war, hat er seit 2012 deutlich an Geschwindigkeit gewonnen. Obgleich die Anpassungsfortschritte je nach Land und Sektor eine gewisse Heterogenität aufweisen, ist zumeist bereits ein bedeutender Teil des im Krisenvorfeld erfolgten Anstiegs der Verschuldungsquoten wieder korrigiert worden. Gänzlich abgeschlossen ist der Entschuldungsprozess aber noch nicht. Der Rückgang der Verschuldung wurde dabei primär durch eine aktive Schuldentilgung aus dem laufenden Einkommen getrieben. Bestandsanpassungen in Form von Abschreibungen spielten hingegen mit wenigen Ausnahmen eine nur geringe Rolle. Dies spiegelt sich aktuell in den zumeist weiterhin hohen Beständen an notleidenden Krediten in den Büchern der nationalen Bankensysteme wider.

Historische Beispiele legen den Schluss nahe, dass ein Entschuldungsprozess schneller abläuft, wenn der aktive Abbau der Verschuldung durch Bestandsanpassungen unterstützt wird. Die in den letzten Jahren im internationalen Vergleich schwache wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum dürfte folglich zumindest in Teilen auf die ausgeprägte aktive Schuldentilgung aus laufendem Einkommen und die dadurch bedingten Rückkopplungseffekte zurückzuführen sein. Allerdings können Bestandsanpassungen auch mit der Fehlallokation finanzieller Mittel aufgrund adverser Anreize und mit erhöhten Risiken für die Finanzstabilität einhergehen. Eine Voraussetzung für einen zügigen Abbau der nicht tragfähigen Verschuldung über Bestandsanpassungen sind Insolvenzordnungen. Da diese in den meisten betroffenen Ländern in den letzten Jahren bedeutend reformiert wurden, kommt es nun auf ihre konsequente Anwendung an. Ein hierdurch induzierter Abbau der teils noch hohen Schuldenbestände könnte dem Entschuldungsprozess einen weiteren Schub geben. Gleichzeitig würde dies die Ressourcenreallokation fördern und hierüber das Potenzialwachstum unterstützen, sofern institutionelle Reformen im Sinne des Vertrauensschutzes und der Rechtssicherheit mit Bedacht durchgeführt werden.

■ Einleitung

Starker Anstieg der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in einigen Mitgliedsländern des Euro-Raums im Vorfeld der Krise

In den Jahren vor Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise kam es in einigen Mitgliedsländern des Euro-Raums zu einem nicht tragfähigen Anstieg der Verschuldung im nichtfinanziellen Privatsektor. Im Zuge der Krise wurden in allen von der europäischen Schuldenkrise betroffenen Ländern Einkommensperspektiven und Vermögen neu bewertet, wodurch ein teils umfassender Bedarf an Bilanzkorrekturen zutage trat. Die privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften reagierten auf diese bilanziellen Ungleichgewichte, indem sie ihre Verschuldung zurückführten.¹⁾

Verschuldungsabbau kann realwirtschaftliche Entwicklung für lange Zeit prägen und die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen abschwächen

Von Relevanz für die Wirtschaftspolitik im Allgemeinen und die Geldpolitik im Speziellen ist der Verschuldungsabbau insbesondere wegen der möglichen negativen Rückwirkungen auf die Realwirtschaft und damit auch auf die Preisentwicklung. So zeigen historische Studien, dass Rezessionen, die mit der notwendig gewordenen Reduktion eines Schuldenüberhangs einhergehen, im Durchschnitt länger anhalten und mit einer deutlich schwächeren Wirtschaftsentwicklung verbunden sind.²⁾ In dieser Anpassungsphase verwenden die Schuldner im nichtfinanziellen Privatsektor ihre Einkommen vermehrt zur Reduzierung der Verschuldung. Selbst wenn es hierbei lediglich zu einer Umverteilung finanzieller Mittel von Schuldnern zu Gläubigern kommt, dürfte dies zu einer Einschränkung der gesamtwirtschaftlichen Konsum- und Investitionsausgaben führen, da Gläubiger im Vergleich zu Schuldnern typischerweise über eine geringere Ausgabenneigung verfügen.³⁾ Für die Geldpolitik kann dies in einem solchen Umfeld notwendiger Anpassungsprozesse bedeuten, dass expansive geldpolitische Maßnahmen zur Stimulierung der aggregierten Güternachfrage über den Konsum und die Investitionen vergleichsweise schwächer oder langsamer wirken, solange bilanzielle Restriktionen ein Hemmnis für die Nachfrage des nichtfinanziellen Privatsektors darstellen. Neben den negativen Auswirkungen auf die konjunkturelle Entwicklung kann über eine geringe

Investitionstätigkeit auch die Reallokation des Kapitalstocks hin zu produktiveren Wertschöpfungsbereichen negativ beeinflusst werden, was sich wiederum in einem geringeren Potenzialwachstum niederschlagen könnte.

Vorangegangene Analysen der Verschuldungssituation des nichtfinanziellen Privatsektors im Euro-Raum kamen zu der Schlussfolgerung, dass der Entschuldungsprozess in den betroffenen Ländern in den Jahren nach Ausbruch der Finanzkrise im Vergleich mit dem typischen Verlauf vorheriger Deleveraging-Phasen eher schwach ausfiel.⁴⁾ Der vorliegende Aufsatz dokumentiert vor diesem Hintergrund zum einen, wie weit der Abbau des Schuldenüberhangs in den Jahren seit 2012 vorangeschritten ist und über welche Anpassungskanäle er erfolgte. Zum anderen nennt er mögliche realwirtschaftliche Implikationen des Verschuldungsabbaus und zieht Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik.

■ Einschätzung der Verschuldungssituation des nichtfinanziellen Privatsektors

Entwicklung der Verschuldungsquote

Als zentrale Kennziffer zur Beurteilung der Verschuldungssituation des nichtfinanziellen Privatsektors wird zumeist die Verschuldungsquote

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Private Verschuldung – Status quo, Anpassungsbedarf und Politikimplikationen, Monatsbericht, Januar 2014, S. 57 ff.

² Vgl.: O. Jordà, M. Schularik und A. M. Taylor (2013), When Credit Bites Back, *Journal of Money, Credit & Banking*, 45(2), S. 3–28; und Deutsche Bundesbank (2014), a. a. O.

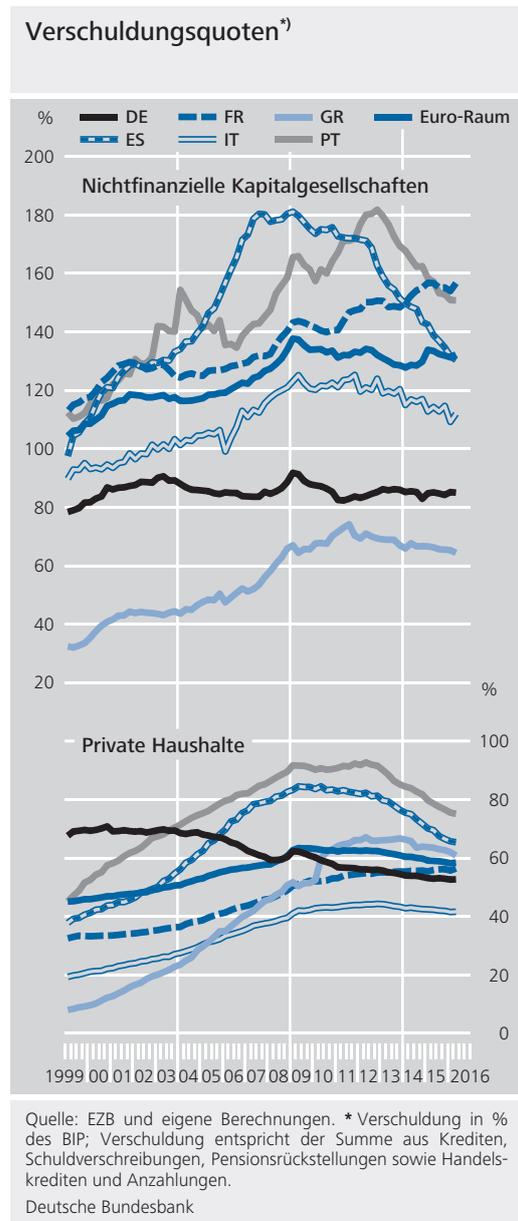
³ Vgl. z. B.: M. Goretti und M. Souto (2012), Macro Financial Implications of Corporate (De)Leveraging in the Euro Area Periphery, IWF Working Paper Nr. 154; A. Mian, K. Rao und A. Sufi (2013), Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump, *Quarterly Journal of Economics*, S. 1687–1726; B. Albuquerque und G. Krustev (2015), Debt overhang and deleveraging in the US household sector: gauging the impact on consumption, ECB Working Paper Series, Nr. 1843; A. Mian, A. Sufi und E. Verner (2015), Household debt and business cycles worldwide, mimeo.

⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), a. a. O.

Verschuldungsquote als zentrale Kennziffer zur Beurteilung der Verschuldungssituation

verwendet – nicht zuletzt aufgrund der guten Datenverfügbarkeit sowie der hohen internationalen Vergleichbarkeit. Sie setzt die sektorale Verschuldung – berechnet auf Basis der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung und im Folgenden definiert als die Summe aus Krediten, Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen sowie Handelskrediten und Anzahlungen – in Relation zu einem Einkommensstrom wie dem Bruttoinlandsprodukt (BIP).⁵⁾ Da Schulden häufig aus dem laufenden Einkommen getilgt werden, zielt diese Kennziffer auf die langfristige ökonomische Tragfähigkeit der Verschuldung ab: Eine geringe Verschuldungsquote impliziert, dass dem Schuldenbestand eines Sektors insgesamt ein relativ hohes Einkommen gegenübersteht, das zur Rückzahlung der Schulden verwendet werden kann. Bei den hier verwendeten sektoralen Aggregatsdaten werden mögliche Verteilungsaspekte in Bezug auf Verschuldung und Vermögen innerhalb der einzelnen Sektoren somit nicht berücksichtigt.

Das nebenstehende Schaubild zeigt den Verlauf der Verschuldungsquoten für die nichtfinanziel-



5 In früheren Publikationen wurden dem Schuldenbegriff lediglich Kredite, Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen zugeordnet. Mit der Umstellung vom Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) 1995 auf das ESGV 2010 ist nun auch die statistische Abgrenzung der Handelskredite und Anzahlungen möglich, welche ebenfalls ein Schuldeninstrument darstellen. Siehe für eine Darstellung der Umstellung auf das ESGV 2010: Deutsche Bundesbank, Methodische Änderungen in der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung – Motivation, Konzeption und ausgewählte Ergebnisse, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 13 ff. Die Daten werden dabei unkonsolidiert betrachtet und schließen somit intrasektorale Verbindlichkeiten wie Kredite zwischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit ein. Die intrasektoralen Verbindlichkeiten sollten idealerweise um konzerninterne Verbindlichkeiten korrigiert werden, da letztere keine Zahlungsverpflichtung im engeren Sinne darstellen. Da diese anhand der bestehenden Datenquellen allerdings nicht von den restlichen intrasektoralen Krediten abgegrenzt werden können, kommt es in der Tendenz zu einer Überzeichnung der aus einer ökonomischen Perspektive relevanten Verschuldungshöhe.

6 Datengrundlage für die Verschuldung sind die Zahlen der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung nach dem ESGV 2010, wie sie von der Europäischen Zentralbank oder den jeweiligen nationalen Zentralbanken bereitgestellt werden. Für Italien erfolgt die Rückrechnung für Werte vor 2012 auf Basis des ESGV 1995. Auf eine Darstellung der Entwicklung in Irland wird hier verzichtet, da diese bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften durch die Präsenz internationaler Unternehmen verzerrt ist.

len Kapitalgesellschaften und die privaten Haushalte der von der europäischen Schuldenkrise stark betroffenen Länder Griechenland, Italien, Spanien und Portugal sowie der beiden größten Mitgliedstaaten des Euro-Raums, Deutschland und Frankreich.⁶⁾ Als Referenzgröße wird zusätzlich die Entwicklung für das Euro-Raum-Aggregat dargestellt. Insbesondere bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten in Spanien und Portugal kam es in den 2000er Jahren zu einem kräftigen Anstieg der Verschuldung. Eine recht starke Aufwärtsdynamik konnte bis 2012 auch bei den privaten Haushalten in Griechenland verzeichnet werden, wengleich diese von einem ä-

In den 2000er Jahren starker Anstieg insbesondere in Portugal und Spanien

berst geringen Niveau ausging. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte in Italien zeichneten sich hingegen durch eine etwas verhaltenere Entwicklung und ein im Ländervergleich geringes Schuldeniveau aus. Die zum Zeitpunkt der Gründung der Währungsunion noch am stärksten verschuldeten deutschen Haushalte bauten ihre Verbindlichkeiten seitdem hingegen sukzessive ab.

Seit Mitte 2012 deutlicher Rückgang in Portugal und Spanien

Während der europäischen Schuldenkrise zwischen den Jahren 2010 und 2013 begannen die Verschuldungsquoten der nichtfinanziellen Privatsektoren insbesondere in Spanien und Portugal zu sinken. Dieser Prozess beschleunigte sich seit Mitte 2012 deutlich: Gegenüber den jeweiligen Höchstständen kam es bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu einem beachtlichen Rückgang der Verschuldungsquoten von gut 50 Prozentpunkten in Spanien und rund 30 Prozentpunkten in Portugal. Bei den privaten Haushalten gingen die Verschuldungsquoten um jeweils nahezu 20 Prozentpunkte zurück. Damit wurde in beiden Ländern in etwa die Hälfte der zwischen Anfang 2000 und den jeweiligen Hochpunkten verzeichneten Anstiege der Verschuldungsquoten wieder abgebaut.

Seitwärtsbewegung in Deutschland, Italien und Griechenland; leichter aber persistenter Anstieg in Frankreich

Die Verschuldungsquoten der im Ländervergleich eher gering verschuldeten nichtfinanziellen Privatsektoren Deutschlands, Italiens und Griechenlands sowie des Euro-Raums insgesamt wiesen in den letzten Jahren dagegen eine anhaltende Seitwärtsbewegung auf. Lediglich in Frankreich kam es zu einer Fortsetzung des leichten, aber persistenten Aufwärtstrends. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Frankreich wiesen dabei am aktuellen Datenrand von allen hier betrachteten Ländern die höchste Verschuldungsquote auf.⁷⁾ Der auf Ebene des Euro-Raums über die letzten Jahre verzeichnete Seitwärtstrend steht dabei teils im Kontrast zu den Entwicklungen in anderen großen Wirtschaftsräumen (siehe die Erläuterungen auf S. 45 ff.).

Bestimmungsfaktoren der Veränderung der Verschuldungsquote

Um Rückschlüsse auf die Art des Entschuldungsprozesses ziehen zu können, lässt sich die Veränderung der Verschuldungsquote in die Beiträge ihrer Teilkomponenten zerlegen: Der Nenner der Verschuldungsquote – das BIP – wird in Beiträge des realen BIP und des BIP-Deflators, also eines Indikators für die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung, zerlegt; die Veränderung des Schuldenstands – der Zähler der Verschuldungsquote – wird in drei Komponenten unterteilt: Transaktionen, Abschreibungen und sonstige Veränderungen.

Transaktionen entsprechen dem aktiven Auf- oder Abbau von Schulden. Bestandsanpassungen in Form von Abschreibungen sind Reduktionen des Nennwerts der bestehenden Verbindlichkeiten, zum Beispiel im Zuge von Kreditneuverhandlungen bei Zahlungsschwierigkeiten oder Forderungsausfällen im Insolvenzfall. Weil Abschreibungen in den Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung nicht getrennt ausgewiesen werden, werden die Angaben aus der monatlichen Bilanzstatistik der Monetären Finanzinstitute (MFI) mit berücksichtigt. Damit beziehen sich die Informationen über die Abschreibungen lediglich auf Bankkredite. Da diese jedoch zumeist einen großen Teil der Gesamtverschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors ausmachen, sollte hiermit ein bedeutender Anteil der gesamten Abschreibun-

Veränderung der Verschuldungsquote ...

... geht auf verschiedene Faktoren zurück

⁷⁾ Aufgrund der im Ländervergleich großen Bedeutung von intrasektoralen Krediten, die zumindest in Teilen aus für die Tragfähigkeit der Verschuldung unbedeutenden Intrakonzernverbindlichkeiten bestehen, sollte die hier ausgewiesene unkonsolidierte Verschuldung in der Tendenz ein etwas zu negatives Bild hinsichtlich der Verschuldungssituation der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Frankreich zeichnen. Jedoch wird auch bei einer um intrasektorale Kredite bereinigten Verschuldungsquote ein stetiger Aufwärtstrend und am aktuellen Datenrand der zweithöchste Wert aller hier betrachteten Länder (nach Portugal) verzeichnet.

Verschuldung im internationalen Vergleich

Zeitgleich mit dem Aufbau der Verschuldung¹⁾ im Euro-Raum in den 2000er Jahren vollzog sich auch in den USA sowie in einigen großen Schwellenländern ein Verschuldungsanstieg, der 2008 in der Immobilienkrise in den USA und in der weltweiten Finanzkrise mündete. Die Entwicklungen im Gefolge der Krise und insbesondere in den vergangenen Jahren fielen im Euro-Raum, den USA, dem Vereinigten Königreich, Japan sowie in der Gruppe der Schwellenländer dabei sehr unterschiedlich aus.

Der Aufbau der Verschuldung in den USA verlief mit ähnlicher Geschwindigkeit wie im Euro-Raum. Er kehrte sich nach seinem Hochpunkt im Jahr 2008 mit einer Verschuldungsquote von 169% jedoch früher als im Euro-Raum in eine bis 2012 andauernde Entschuldungsphase um. Diese betraf wie bereits der Aufbau primär die privaten Haushalte – im Gegensatz zur Situation im Euro-Raum. Seitdem ist die Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privatsektors in den USA zwar weitgehend konstant geblieben, was wie auch im Euro-Raum darauf zurückzuführen ist, dass sich das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ähnlich positiv entwickelte wie die aktive Verschuldung. Jedoch hatte die Quote bereits 2012 mit knapp 150% ein niedrigeres Niveau erreicht als aktuell im Euro-Raum (wo sie im zweiten Quartal 2016 164% betrug).

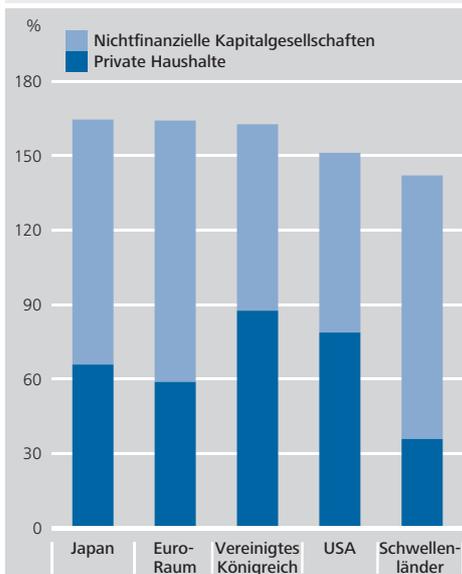
Die Entwicklung der Verschuldung im Vereinigten Königreich war ähnlich wie in den

USA, insgesamt aber ausgeprägter. Vom Auf- und Abbau der Verschuldung waren dabei private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Vereinigten Königreich in etwa gleich stark betroffen. Etwas später als in den USA setzte 2010 ausgehend von einer Verschuldungsquote von 192% eine intensive Entschuldungsphase ein, die bis an den aktuellen Rand andauert (im zweiten Quartal 2016 betrug die Quote 163%). Dazu trugen die kräftige Entwicklung des BIP und phasenweise eine aktive Schuldentilgung bei. Die Verschuldung insbesondere der privaten Haushalte bewegt sich aktuell aber weiterhin auf einem im internationalen Vergleich hohen Niveau.

Deutlich anders zeigten sich die Entwicklungen in Japan und in der Gruppe der Schwellenländer. In Japan war der nichtfinanzielle Privatsektor, darunter über-

Verschuldungsquoten¹⁾ der nichtfinanziellen Privatsektoren ausgewählter Wirtschaftsräume

Stand: 2. Vj. 2016

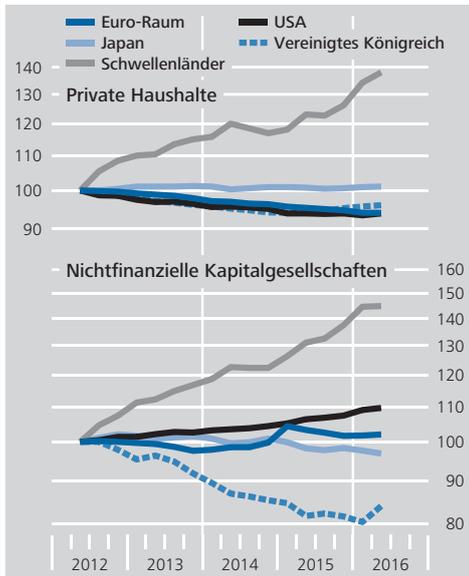


Quelle: BIZ total credit statistics und eigene Berechnungen.
 * Die Verschuldungsquote entspricht der Verschuldung (umfasst hier aufgrund eingeschränkter Datenverfügbarkeit nur Kredite und Schuldverschreibungen) im Verhältnis zum BIP.
 Deutsche Bundesbank

¹ Im Rahmen dieses internationalen Vergleichs ist Verschuldung lediglich als Kredite und Schuldverschreibungen definiert und schließt somit Pensionsrückstellungen und Handelskredite aus. Dies ist der internationalen Vergleichbarkeit der Daten geschuldet, welche den Total credit statistics der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich entnommen sind. Folglich fällt die Verschuldungsquote hier geringer aus als an anderer Stelle in diesem Aufsatz.

Verschuldungsquoten^{*)} der nichtfinanziellen Privatsektoren ausgewählter Wirtschaftsräume

2. Vj. 2012 = 100



Quelle: BIZ total credit statistics und eigene Berechnungen.
 *) Die Verschuldungsquote entspricht der Verschuldung (umfasst hier aufgrund eingeschränkter Datenverfügbarkeit nur Kredite und Schuldverschreibungen) im Verhältnis zum BIP.
 Deutsche Bundesbank

wiegend die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, mit Quoten von bis zu 220% in den 1980er und 1990er Jahren sehr hoch verschuldet. Mitte der 1990er Jahre setzte sich ein Anpassungsprozess in Gang, in dem sich der nichtfinanzielle Privatsektor in bedeutendem Umfang entschuldete, während spiegelbildlich dazu die Staatsverschuldung zu wachsen begann und relativ zum BIP die Werte anderer Industrieländer aktuell übersteigt. Aufgrund dieser Entwicklung war in Japan im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise anders als in vielen anderen Ländern ein Rückgang der Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privatsektors zu beobachten. Auch nach Ausbruch der Finanzkrise, der in Japan mit einem leichten Anstieg der Verschuldung einherging, stellte sich eine Seitwärtsbewegung bis hin zu einem schwachen Rückgang der Verschuldung ein. Dahinter stand ein weitgehender Gleichlauf von Verschuldung und BIP. Mit 165% lag die Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privat-

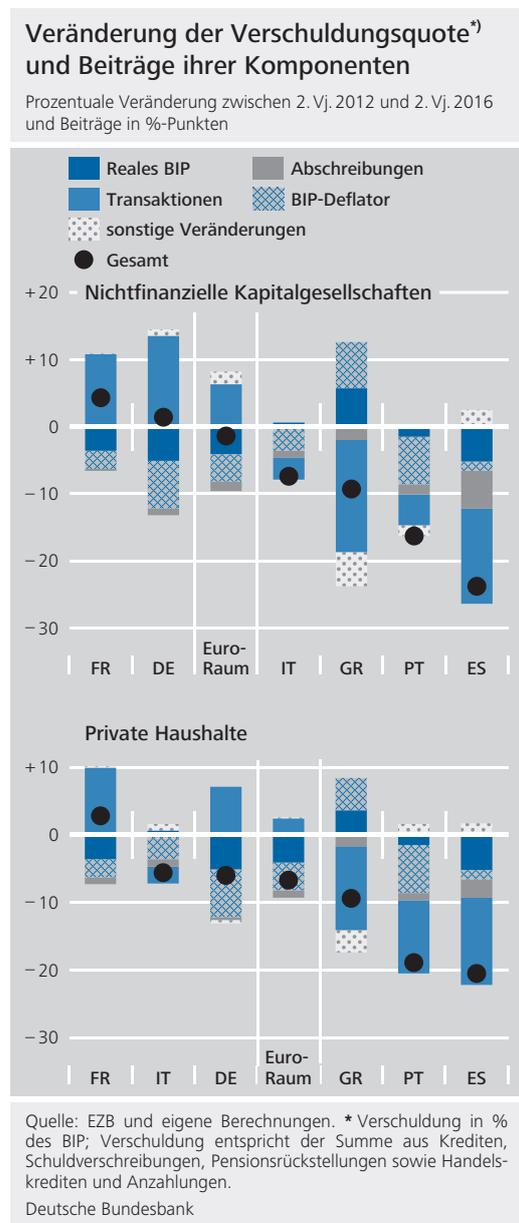
sektors in Japan Mitte 2016 aber weiterhin auf einem im internationalen Vergleich sehr hohen Niveau, was vor allem auf die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zurückzuführen war.

Auch in den Schwellenländern wich die Entwicklung deutlich von jener in den USA, dem Vereinigten Königreich sowie den Euro-Raum-Ländern ab. Befand sich die Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in den Jahren vor der Finanzkrise noch auf einem sehr niedrigen Niveau und entwickelte sich vergleichsweise langsam, setzte 2008 ein starker Anstieg ein, der sie mit aktuell 142% nahezu das Verschuldungsniveau der übrigen betrachteten Länder erreichen ließ. Die in vielen Schwellenländern vor allem seit 2015 verhaltene Entwicklung des BIP konnte dabei mit dem aktiven Schuldenaufbau nicht Schritt halten. Ausschlaggebend für den Anstieg der Verschuldung waren vor allem die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, deren Verschuldungsquote am aktuellen Rand mit 106% sogar jene der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Raum übertroffen hat. Vor dem Hintergrund des niedrigen Zinsniveaus in den Industrieländern wurden in hohem Maß Verbindlichkeiten in Fremdwährung eingegangen, was die Anfälligkeit gegenüber Wechselkurs- oder Rohstoffpreisänderungen erhöhte. Treiber unter den Schwellenländern beim Verschuldungsaufbau war insbesondere China, wo die Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privatsektors von 115% im Jahr 2008 auf Werte von über 200% am aktuellen Rand gestiegen ist – auch hier überwiegend getrieben durch die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Mit weniger als je 75% fallen die entsprechenden Quoten in den anderen großen Schwellenländern wie Brasilien, Russland, Indien oder Südafrika aktuell hingegen deutlich geringer aus – obwohl auch in Russland und Brasilien die Verschuldung seit 2008 von ihrem niedrigen Niveau aus spürbar gestiegen ist.

gen abgedeckt sein.⁸⁾ Die übrigen Veränderungen umfassen entsprechend alle anderen Faktoren außer Transaktionen und Abschreibungen, die den Schuldenstand beeinflussen. Hierzu zählen Marktpreis- oder Wechselkurschwankungen, statistisch bedingte Veränderungen des Schuldenstands sowie Wertberichtigungen auf andere Schuldinstrumente als Bankkredite. Das nebenstehende Schaubild stellt die Beiträge zur Veränderung der Verschuldungsquote seit Beginn der Beschleunigung des Entschuldungsprozesses Mitte 2012 dar.

Wirtschaftswachstum und Tilgung tragen in fast allen Ländern zu einer Reduktion bei

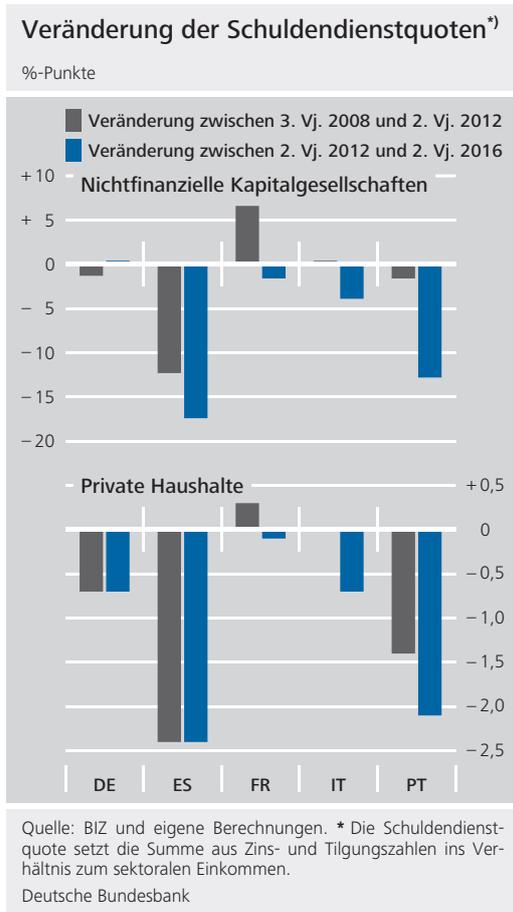
In allen betrachteten Ländern mit Ausnahme Griechenlands und Italiens trug sowohl das Wachstum des realen BIP als auch der Anstieg des BIP-Deflatoren zu einer Reduktion der Verschuldungsquoten bei. Das bedeutet, dass der Entschuldungsprozess sowohl durch die konjunkturelle Entwicklung als auch durch den Anstieg des Preisniveaus gestützt wurde. In Italien leistete das reale Wirtschaftswachstum hingegen keinen Beitrag zum Rückgang der Verschuldungsquote, da die konjunkturelle Erholung hier bislang sehr schwach ausfiel. In Spanien, wo die Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privatsektors über die letzten Jahre neben Portugal am stärksten zurückging, zeigt sich, dass insbesondere bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und in etwas schwächerem Ausmaß auch bei den privaten Haushalten neben dem aktiven Schuldenabbau ein bedeutender Teil der Reduktion der Verschuldungsquote auf Abschreibungen auf Bankkredite zurückzuführen war. Die große Bedeutung von Abschreibungen in Spanien steht dabei in einem engen Zusammenhang mit der Bad Bank „SAREB“, die in beträchtlichem Umfang notleidende Aktiva spanischer Geschäftsbanken mit deutlichen Abschlägen auf den Nennwert übernahm und wertschonend abwickelte. Somit trug sie zu einer umfassenden Bilanzbereinigung im spanischen Bankensektor bei und sorgte spiegelbildlich für eine Entlastung der Bilanzen des nichtfinanziellen Privatsektors.⁹⁾ In Portugal, Italien und Griechenland spielten Abschreibungen hingegen nur eine untergeordnete Rolle. Hier war die Entwicklung



vielmehr durch einen aktiven Schuldenabbau getrieben.

⁸ Abschreibungen bilden in der MFI-Bilanzstatistik zusammen mit Veränderungen des Nominalwerts die sonstigen Berichtigungen. Da Buchkredite keinen Marktpreisschwankungen unterliegen, kann der Posten sonstige Berichtigungen mit Abschreibungen gleichgesetzt werden. Vgl. hierzu: EZB, Manual on MFI Balance Sheet Statistics, Kapitel 1, April 2012.

⁹ Siehe hierzu: Fund for Orderly Bank Restructuring, Asset Management Company for Assets Arising from Bank Restructuring, 16. November 2012.



Alternative Indikatoren zur Beurteilung der Verschuldungssituation

Schuldendienstquote misst Anteil des Einkommens, der für Bedienung der Schulden aufgewendet wird

Neben der langfristigen Bedeutung des laufenden Einkommens kann die Schuldentragfähigkeit kurzfristig auch durch andere Faktoren beeinflusst werden. So kann die tatsächliche Zinsbelastung, die mit dem Schuldendienst verbunden ist, temporär variieren. Dies gilt vor allem dann, wenn die Zinsverpflichtungen variabel ausgestaltet sind und an einen Marktreferenzzins gebunden sind, der wiederum durch die Geldpolitik beeinflusst wird. Ein Indikator, der dieser Gegebenheit Rechnung trägt, ist die Schuldendienstquote. Hierbei wird die Summe aus Zins- und Tilgungszahlungen, die in einer Periode geleistet werden, ins Verhältnis zum gesamtwirtschaftlichen Einkommen im selben Zeitraum gesetzt. Anders als bei der Verschuldungsquote, bei der mit dem Verschuldungsniveau eine Bestandsgröße in Relation zu einer

Stromgröße in Form des Einkommens gesetzt wird, stellt in diesem Fall folglich auch der Zähler eine Stromgröße dar. Der Indikator misst somit den Anteil des Einkommens, der für die Bedienung der Verschuldung, also Zins- und Tilgungszahlungen, aufgewendet werden muss. Für sich genommen ist ein gegebener Schuldenstand dabei eher tragfähig und erfordert kurzfristig geringere bilanzielle Anpassungen in Form von Konsumverzicht oder einer Reduktion der Investitionen, wenn die Zins- und Tilgungslast verglichen mit dem Einkommen gering ist. Bei gegebenem Schuldenstand kann dies zu einem an niedrigen Zinssätzen – beispielsweise bewirkt durch eine expansive Geldpolitik – oder zum anderen an einer langen Schuldenlaufzeit liegen, bei der die Tilgungszahlungen in jeder Periode entsprechend gering sind. Das nebenstehende Schaubild stellt die Veränderung der Schuldendienstquoten zwischen dem zweiten Vierteljahr 2012 (Beginn der Intensivierung des Entschuldungsprozesses) und dem aktuellen Datenrand (zweites Vierteljahr 2016) dar. Zu Vergleichszwecken wird auch die Veränderung zwischen dem dritten Vierteljahr 2008 (Beginn der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise) und Mitte 2012 aufgezeigt.¹⁰⁾

Die Schuldendienstquote hat sich bei den vor Ausbruch der Krise besonders hoch verschuldeten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten in Spanien und Portugal

¹⁰ Die Daten beruhen auf Berechnungen der BIZ. Vgl.: M. Drehmann, A. Illes, M. Juselius und M. Santos (2015), How much income is used for debt payments? A new database for debt service ratios, BIS Quarterly Review. Die Autoren nehmen dabei an, dass die auf gesamtwirtschaftlicher Ebene aggregierten Zins- und Tilgungszahlungen wie bei einem Annuitätendarlehen in jeder Periode in etwa gleichen Beträgen geleistet werden. Die Schuldendienstquote (SDQ) zum Zeitpunkt t berechnet sich dann anhand der folgenden Formel: $SDQ_t = (i_t * S_t) / ((1 + (1 + i_t)^{-l_t}) * VEK_t$. Dabei entspricht i_t dem durchschnittlichen Zins, der auf die Schulden zu zahlen ist, S_t der Höhe der Verschuldung, l_t der durchschnittlichen Laufzeit der Verschuldung und VEK_t dem verfügbaren Bruttoeinkommen. Da für Griechenland keine Zeitreihen zur Verfügung stehen, muss auf eine Betrachtung verzichtet werden. Da bei der Konstruktion der Schuldendienstquote angenommen wird, dass die Laufzeit der Schulden über die Zeit und Länder hinweg konstant ist, sind alle Unterschiede zwischen Schuldendienstquote und Verschuldungsquote auf divergierende Entwicklungen bei den Zinszahlungen zurückzuführen.

Schuldendienstquote reduzierte sich in Spanien und Portugal bereits vor Einsetzen des Entschuldungsprozesses

schon mit den Leitzinssenkungen des Eurosystems im zweiten Halbjahr 2008 und somit deutlich früher und stärker reduziert als die Verschuldungsquote. Da hierdurch ein geringerer Anteil des Einkommens für Zinszahlungen aufgewendet werden musste, wurden bilanzielle Restriktionen im nichtfinanziellen Privatsektor gelockert und der Rückgang des Konsums und der Investitionen über diesen Kanal für sich genommen abgemildert.¹¹⁾ Diese Entwicklung könnte unter anderem darin begründet liegen, dass in beiden Ländern die Verzinsung von Krediten in stärkerem Maße als in anderen Ländern der Währungsunion variabel und an den Verlauf einer Geldmarktrendite gekoppelt ist.¹²⁾ Für die restlichen hier betrachteten Länder, in denen Darlehen zumeist festverzinslich vergeben werden, entwickelten sich Schuldendienstquote und Verschuldungsquote hingegen recht ähnlich.¹³⁾

Verkauf liquider Aktiva kann Mittel freisetzen, die zur Bedienung der Schulden eingesetzt werden können

Während die Schuldendienstquote im Vergleich zur Verschuldungsquote die kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen besser abbildet, lässt sie den Umstand unberücksichtigt, dass die Verschuldung auch durch die beim Verkauf bestehender Aktiva freigesetzten Mittel reduziert werden kann. Da das Sachvermögen der privaten Haushalte (insbesondere Wohnimmobilien) und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (insbesondere Anlagegüter) und gewisse Teile des Finanzvermögens im Krisenfall zumeist nur schwer oder nur mit hohen Preisabschlägen zu liquidieren sind und somit nicht unmittelbar zur Bedienung der Schulden zur Verfügung stehen dürften, konzentrieren sich die folgenden Ausführungen ausschließlich auf das liquide Finanzvermögen. Hierzu werden Vermögenswerte in Form von Bargeld, Einlagen, Aktien, Investmentfonds und Schuldverschreibungen gezählt, die ohne erhebliche Kosten liquidierbar oder veräußerbar sind.¹⁴⁾ Mit der Verschuldung und dem liquiden Finanzvermögen werden somit zwei Bestandsgrößen zueinander ins Verhältnis gesetzt. Ein geringes Verhältnis von Verschuldung zu liquiden Finanzaktiva bedeutet für sich genommen, dass den Schulden umfangreiche Vermögenswerte ge-

genüberstehen, die eine Bedienung der Schuldenlast unabhängig vom laufenden Einkommen ermöglichen. Das Schaubild auf Seite 50 zeigt die Veränderung dieser Kennzahl für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte im Zeitraum von Mitte 2012 bis zum aktuellen Datenrand, wobei die Gesamtveränderung zusätzlich in Beiträge der Verschuldung und der liquiden Aktiva unterteilt wird.

Für alle betrachteten Länder und Sektoren mit der Ausnahme der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Griechenland zeigt sich eine Reduktion der Verschuldung relativ zu den liquiden Aktiva seit Mitte 2012. In beiden Teilssektoren des nichtfinanziellen Privatsektors in Spanien und Portugal sowie bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Italien ging diese Entwicklung sowohl auf den aktiven Schuldenabbau als auch auf einen Anstieg der liquiden

Verschuldung relativ zu den liquiden Aktiva hat sich für die meisten betrachteten Länder und Sektoren reduziert

11 Neben dieser stabilisierenden Wirkung werden hierdurch gleichzeitig Anreize gesetzt, das eigentliche Bestandsproblem der zu hohen Verschuldung nur zögerlich anzugehen, wodurch die Anfälligkeit der Volkswirtschaft bei zukünftigen Schocks insgesamt sogar erhöht werden kann.

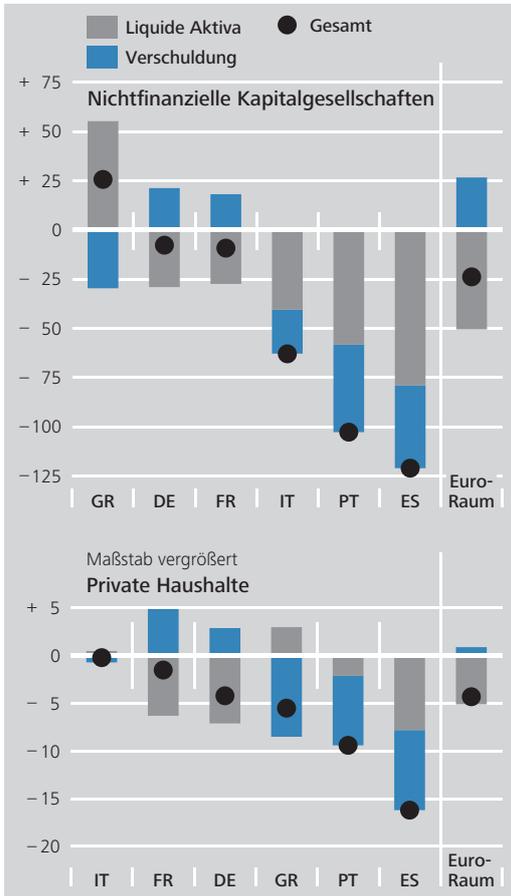
12 Zur Ausgestaltung der Kreditzinsen für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften siehe: Arbeitsgruppe Eurosystem (2013), Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, Occasional Paper 151, S. 37. Für die privaten Haushalte siehe: EZB (2009), Housing Finance in the Euro Area, Structural Issues Report, S. 26.

13 Mithilfe eigener ökonomischer Schätzungen wurde untersucht, inwieweit sich geldpolitisch induzierte Zinsänderungen auf den Zinssatz für die ausstehenden Schulden der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften übertragen. Grundsätzlich ist eine solche Analyse vor dem Hintergrund der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum mit Einschränkungen verbunden. So lassen sich bspw. die Effekte aufgrund möglicher Änderungen im Finanzierungsverhalten oder im Transmissionsmechanismus am aktuellen Rand nur ungenau schätzen. In der Tendenz legen die Ergebnisse jedoch nahe, dass ein geldpolitischer Impuls sich vor allem stärker und schneller auf den Schuldendienst der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Portugal, Spanien, und – wenngleich auch weniger stark ausgeprägt – in Italien niederschlägt als in Deutschland oder Frankreich. Hinsichtlich möglicher Änderungen in der Zinsweitergabe vgl.: Deutsche Bundesbank, Zinsweitergabe in der Krise, Monatsbericht, September 2015, S. 34.

14 Andere, illiquide Finanzaktiva wie Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionskassen oder nicht an Börsen notierte Eigenkapitalinstrumente können zumeist nur zu hohen Kosten gegen Zahlungsmittel eingetauscht werden und eignen sich somit nicht zur kurzfristigen Mobilisierung. Die im Folgenden diskutierten Ergebnisse sind qualitativ nahezu identisch, wenn eine enge Abgrenzung der liquiden (kurzfristigen) Aktiva gewählt wird, die sich auf Bargeld und Einlagen sowie kurzfristige Kredite und Schuldverschreibungen beschränkt.

Veränderung des Verhältnisses von Verschuldung und liquiden Aktiva sowie Beiträge der Komponenten*)

Prozentuale Veränderung zwischen 2. Vj. 2012 und 2. Vj. 2016 und Beiträge in %-Punkten



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Verschuldung entspricht der Summe aus Krediten, Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen sowie Handelskrediten und Anzahlungen. Liquide Aktiva entsprechen der Summe aus Bargeld, Einlagen, Aktien, Investmentfonds und Schuldverschreibungen.
 Deutsche Bundesbank

Aktiva zurück. Der gesunkenen Verschuldung steht somit ein höherer Bestand an kurzfristig liquidierbarem Vermögen gegenüber, was die Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Einkommens- oder Vermögenspreisschocks erhöhen sollte. Bei den nichtfinanziellen Privatsektoren in Deutschland und Frankreich, die über die letzten Jahre per saldo Schulden aufgebaut haben, stiegen die liquiden Aktiva überproportional stark an, was in einer Reduktion der Quote resultierte.¹⁵⁾ Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten in Griechenland zeigt sich hingegen ein Rückgang der liquiden Aktiva, insbesondere der Einlagen. Diese Entwicklung lässt schlussfolgern,

dass der nichtfinanzielle Privatsektor hier seine liquiden Aktiva temporär zur Bedienung der Schulden eingesetzt hat. Während hierdurch die Schuldenlast reduziert wurde, hat sich gleichzeitig die Fähigkeit, zukünftige adverse Einkommens- und Vermögenspreisschocks abzufangen, verringert.¹⁶⁾ Die Tabelle auf Seite 51 fasst die Entwicklung der drei betrachteten Indikatoren zusammen.

Die Fähigkeit zur Bedienung der Schulden schlägt sich spiegelbildlich in den Bilanzen der Gläubiger nieder. Dies ist im Falle der privaten Haushalte nahezu ausschließlich und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in bedeutendem Maß der inländische Bankensektor. Der Anteil der notleidenden Forderungen am gesamten Forderungsbestand der Banken gibt Aufschluss darüber, ob die Schuldner ihre Zins- und Tilgungszahlungen vertragsgemäß leisten. Ein hoher Bestand an Vermögenswerten mit Zahlungsverzug kann als Indiz für eine nicht tragfähige Höhe der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors angesehen werden.

Insbesondere in Griechenland, aber auch in Italien und Portugal, deutet der hohe und weiter steigende Anteil der notleidenden Kredite am Gesamtbestand der Forderungen darauf hin, dass viele Schuldner im nichtfinanziellen Privatsektor im Gefolge der schwachen Einkommensentwicklung weiterhin nur schwer in der Lage sind, ihrem Schuldendienst nachzukommen. Auch das spanische Bankensystem war im Zuge der Krise zunächst durch einen starken Anstieg der notleidenden Kreditforderungen belastet.

Notleidende Forderungen der Banken als Spiegelbild der Verschuldungssituation des nichtfinanziellen Privatsektors

Hoher und weiter steigender Anteil notleidender Kredite deutet auf Probleme bei der Bedienung der Schulden in Griechenland, Italien und Portugal hin ...

15 Betrachtet man das Verhältnis der Verschuldung in Relation zu den liquiden Aktiva nicht als Veränderung sondern im Niveau, zeigt sich für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Frankreich im Vergleich zur Verschuldungsquote ein deutlicher Unterschied hinsichtlich der relativen Positionierung. So wiesen sie nach einem kontinuierlichen Anstieg am aktuellen Datenrand zwar die höchste Verschuldungsquote auf, relativ zu den liquiden Aktiva war die Verschuldung aber die zweitniedrigste und sowohl auf längere Sicht als auch in den letzten Jahren mehr oder weniger konstant. Der hohen Verschuldung steht somit ein umfangreiches liquides Finanzvermögen gegenüber.
16 Zu einem gewissen Teil sollte der Rückgang der Einlagen auch auf Abhebungen im Zuge der Unsicherheiten über die Verhandlungen um das dritte griechische Rettungspaket zurückzuführen sein.

Indikatoren zur Verschuldungssituation des nichtfinanziellen Privatsektors ^{*)}

Veränderung zwischen dem 2. Vj. 2012 und dem 2. Vj. 2016, in Prozentpunkten

Position	Deutschland	Spanien	Frankreich	Italien	Griechenland	Portugal
Verschuldungsquote						
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	1,2	- 40,8	6,5	- 9,0	- 6,6	- 29,3
Private Haushalte	- 3,3	- 16,9	1,5	- 2,5	- 6,3	- 17,6
Schuldendienstquote						
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	0,4	- 17,4	- 1,6	- 3,9	-	- 12,8
Private Haushalte	- 0,7	- 2,4	- 0,1	- 0,7	-	- 2,1
Verschuldung zu liquiden Aktiva						
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	- 18,1	- 171,3	- 10,3	- 60,8	29,6	- 124,1
Private Haushalte	- 5,4	- 19,0	- 2,4	- 1,4	- 7,5	- 11,8

Quellen: BIZ, EZB und eigene Berechnungen. * Die Verschuldungsquote entspricht der Verschuldung (Summe aus Krediten, Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen sowie Handelskrediten und Anzahlungen) im Verhältnis zum BIP. Die Schuldendienstquote entspricht der Summe aus Zins- und Tilgungszahlen im Verhältnis zum sektoralen Einkommen. Liquide Aktiva entsprechen der Summe aus Bargeld, Einlagen, Aktien, Investmentfondsanteilen und Schuldverschreibungen.

Deutsche Bundesbank

Infolge der zum Jahreswechsel 2012/2013 getätigten Auslagerung von Krediten und der deutlichen konjunkturellen Erholung war aber eine rückläufige Tendenz beim Bestand notleidender Kredite erkennbar.¹⁷⁾ In Deutschland und Frankreich befinden sich die notleidenden Kredite auf einem moderaten und stabilen Niveau und zeugen von der hohen Bonität der Schuldner aus dem nichtfinanziellen Privatsektor.

Der Bestand an notleidenden Krediten kann auch das Kreditangebot der Banken restringieren. Da Wertminderungen von Forderungen seitens der Banken erfolgswirksam sind, verschlechtern sie die Ertragssituation der Banken und erschweren ihren internen Aufbau von Eigenkapital. Dies wiederum kann ihre Refinanzierungskosten erhöhen und -möglichkeiten einschränken. Tatsächlich hatten sich diese vor dem Hintergrund der Belastungen im europäischen Bankensektor in der akuten Phase der europäischen Schuldenkrise deutlich verschlechtert und trugen zusammen mit den notwendigen Bilanzanpassungen im nichtfinanziellen Privatsektor zu einem Einbruch der Buchkreditdynamik bei, worauf das Eurosystem mit einer Reihe von Sondermaßnahmen reagierte.¹⁸⁾

Abschließende Bewertung der Verschuldungssituation

Um die Entwicklung der Verschuldungssituation des nichtfinanziellen Privatsektors bewerten zu können, wird im Folgenden der Schuldenabbau in den von der Krise betroffenen Ländern mit einigen in der Vergangenheit beobachtbaren, typischen Entwicklungen verglichen. Das Schaubild auf Seite 52 veranschaulicht zu diesem Zweck den Verlauf der Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privatsektors insgesamt vor und nach dem Erreichen des Hochpunkts des BIP Ende 2008 für die hier betrachteten Länder im Vergleich zu zwei historischen Szenarien, die in der einschlägigen Literatur angeführt werden: Einem typischen, normalen Konjunkturzyklus und einer typischen Schuldenkrise des Privatsektors. Die Klassifikation der jeweiligen Konjunkturzyklen basiert auf einem Datensatz von 15 Industrieländern zwischen den Jahren 1960 und 2012, der Australien, Kanada, Dänemark, Frankreich, Finnland, Deutschland, Italien, Japan, die Niederlande, Norwegen, Spanien, Schweden, die Schweiz, Großbritannien und die USA umfasst. Insgesamt können mit dem Datensatz 40 normale Konjunkturzyklen

Einordnung der Entwicklungen in den historischen Kontext

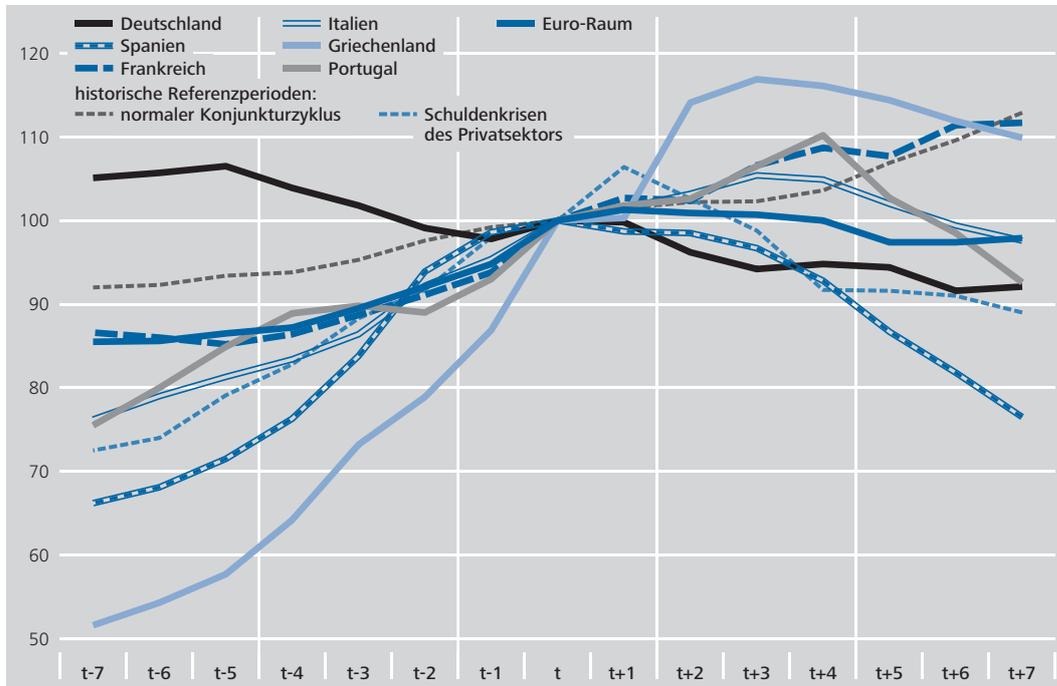
... und kann zu bankangebotsseitigen Restriktionen bei der Kreditvergabe führen

¹⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur jüngeren Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Raum, Monatsbericht, September 2015, S. 15 ff.

¹⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015), a. a. O.

Verschuldungsquote^{*)} des nichtfinanziellen Privatsektors im historischen Vergleich

BIP-Hochpunkt = 100



Quellen: BIZ, EZB und eigene Berechnungen. Zur Länderauswahl und Klassifikation der historischen Zyklen vgl.: Arbeitsgruppe Eurosystem, Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, ECB Occasional Paper 151, August 2013. * Verschuldung in % des BIP; Verschuldung entspricht der Summe aus Krediten, Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen sowie Handelskrediten und Anzahlungen.

Deutsche Bundesbank

sowie fünf Schuldenkrisen identifiziert werden (Spanien 1978, Norwegen 1987, Finnland 1991, Schweden 1991, Japan 1992).¹⁹⁾ Die Schuldenkrise des Privatsektors unterscheidet sich vom normalen Konjunkturzyklus dahingehend, dass es im Vorfeld zu einem starken Anstieg der Verschuldungsquote kommt, die nach Erreichen des BIP-Hochpunkts dann aber mittelfristig wieder ebenso deutlich zurückgeht. Der normale Konjunkturzyklus zeichnet sich durch eine schwache aber persistente Aufwärtsentwicklung der Verschuldungsquote sowohl vor als auch nach Erreichen des BIP-Hochpunkts aus.

Während der Anstieg der Verschuldungsquote für den nichtfinanziellen Privatsektor in Spanien und in Griechenland wesentlich dynamischer ausfiel als in vergleichbaren Perioden, die in einer Schuldenkrise des Privatsektors endeten, war die Entwicklung in Italien und Portugal hingegen einer typischen Schuldenkrise sehr ähnlich. In Bezug auf die Rückführungsphase der Verschuldungsquote fällt auf, dass diese in Spa-

nien wesentlich schneller einsetzte als in vorherigen Schuldenkrisen des Privatsektors und der Rückgang deutlich umfangreicher war. Selbst unter Berücksichtigung der etwas stärkeren Dynamik in der Schuldenaufbauphase kann somit festgehalten werden, dass der Entschuldungsprozess in Spanien bereits weit fortgeschritten scheint. In Portugal ging die Verschuldungsquote zwar erst mit einer deutlichen zeitlichen Verzögerung zurück, hat mittlerweile aber ein Niveau erreicht, das den Entwicklungen historischer Vergleichsperioden entspricht. Unterstützt wird dieser Entschuldungsprozess in beiden Ländern durch einen im Vergleich zur Verschuldungsquote überproportional starken Rückgang der Schuldendienst-

Entschuldungsprozess in Spanien scheint bereits weit vorangeschritten

¹⁹⁾ Die Datengrundlage basiert auf Angaben der BIZ, der EZB sowie von M. Schularik und A. M. Taylor (2012), Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises: 1870–2008, American Economic Review, 102(2), S. 1029–1061. Zur Länderauswahl und Klassifikation der historischen Zyklen vgl.: Arbeitsgruppe Eurosystem (2013), Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, ECB Occasional Paper 151.

quote. Auch über den Aufbau der Bestände an liquiden Aktiva relativ zur Verschuldung hat sich die Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks zuletzt weiter erhöht. Die vergleichsweise rasche Anpassung der Kreditzinsen an die Geldmarktentwicklung dürften die nichtfinanziellen Sektoren dieser beiden Länder jedoch gleichzeitig anfälliger für eine etwaige Normalisierung der geldpolitischen Ausrichtung machen.

Schwache wirtschaftliche Entwicklung erschwert Entschuldungsprozess in Griechenland und Italien

Die Entwicklung der Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privatsektors in Italien und insbesondere in Griechenland bleibt hingegen hinter dem typischen Verlauf zurück. Im Falle Griechenlands ist dies primär auf den starken Einbruch der Wirtschaftsleistung im Zuge der griechischen Staatsschuldenkrise zurückzuführen. Auch in Italien erschwert das bereits seit Jahren schwache Wirtschaftswachstum einen deutlicheren Rückgang der Verschuldungsquote. Relativierend lässt sich jedoch für beide Länder festhalten, dass das Niveau der Verschuldungsquoten im Ländervergleich weiter eher gering ist und der Entschuldungsbedarf entsprechend niedriger ausfallen könnte, als es die Vorkrisendynamik suggeriert. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Italien kommt jedoch belastend hinzu, dass der Puffer aus liquiden Aktiva eher gering ist und sie somit nur geringe Möglichkeiten haben, bei adversen Schocks ihren Schuldendienst durch den Verkauf von Vermögenswerten zu leisten. Die privaten Haushalte in Italien befinden sich hingegen in einer vergleichsweise komfortablen Liquiditätslage. Der nichtfinanzielle Privatsektor in Griechenland nutzte liquide Aktiva in den letzten Jahren vermehrt zur Bedienung seiner Schulden und dezimierte somit bestehende Reserven. Insbesondere bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften befinden sie sich relativ zur Verschuldung aber im Ländervergleich weiter auf einem hohen Niveau.

Für den nichtfinanziellen Privatsektor in Frankreich lässt sich festhalten, dass die zwar persistente, aber dafür nur moderate Aufwärtsentwicklung der Verschuldungsquote am ehesten

dem Verlauf während eines normalen Konjunkturzyklus entspricht und sich somit deutlich von der ausgeprägten Dynamik in den von der Krise betroffenen Ländern unterscheidet. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Frankreich, die am aktuellen Datenrand eine relativ hohe Verschuldungsquote aufweisen, kommt relativierend hinzu, dass die Verschuldung im Verhältnis zum Bestand an liquiden Aktiva im Ländervergleich sehr gering ist. Deutschland ist das einzige der hier betrachteten Länder, in dem es im Beobachtungszeitraum keine Phase eines ausgeprägten Anstiegs der Verschuldungsquote des nichtfinanziellen Privatsektors gab, wobei dies sowohl für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch für die privaten Haushalte gilt. Diese Phase des Schuldenabbaus kann teilweise als Gegenbewegung zum in den 1990er Jahren aufgebauten Schuldenüberhang interpretiert werden. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften half dabei ebenfalls die steigende Ertragskraft, die eine Verschiebung hin zur Innenfinanzierung begünstigte.²⁰ Der Verlauf der Verschuldungsquote in den letzten Jahren und Jahrzehnten zeugt somit von einer deutlich abweichenden Entwicklung in Deutschland gegenüber den restlichen Mitgliedsländern des Euro-Raums und ist gleichzeitig ein Indiz für eine mittlerweile vergleichsweise stabile Verschuldungssituation.

Die bisher zögerlichen Anpassungen in einigen Ländern müssen allerdings auch vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Gegebenheiten im Euro-Raum beurteilt werden. Verglichen mit dem durchschnittlichen Verlauf einer Schuldenkrise des Privatsektors war die Entwicklung im Euro-Raum zusätzlich unter anderem von Zahlungsbilanzschwierigkeiten, ausbleibenden privaten Kapitalflüssen, der nicht mehr vorhandenen Möglichkeit, über nominale Wechselkursanpassungen die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, und unter Druck

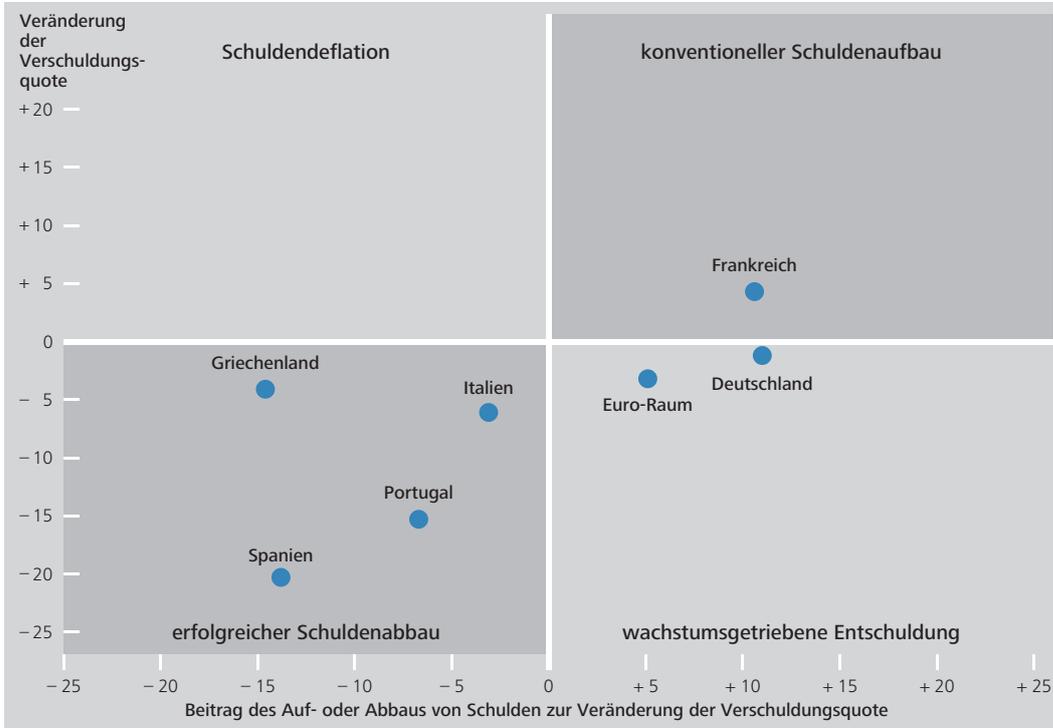
Entwicklung in Frankreich entspricht am ehesten normalem Konjunkturzyklus, stabile Verschuldungssituation in Deutschland

Entwicklungen auch vor dem Hintergrund der Gegebenheiten im Euro-Raum zu sehen

²⁰ Vgl. hierzu für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften: Deutsche Bundesbank, Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012, S. 13 ff.

Aktiver Schuldenauf- und abbau und Veränderung der Verschuldungsquote^{*)}

Veränderung zwischen 2. Vj. 2012 und 2. Vj. 2016 in %-Punkten



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Verschuldung entspricht der Summe aus Krediten, Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen sowie Handelskrediten und Anzahlungen.
 Deutsche Bundesbank

geratenen öffentlichen Haushalten geprägt. Es war nicht auszuschließen, dass die finanziellen Lasten einer umfassenderen Bestandsanpassung vom privaten und/oder dem öffentlichen Sektor nicht vollständig hätten aufgefangen werden können, sodass längerfristige aktive Schuldentilgungen in den Vordergrund traten.

Makroökonomische Implikationen des Schuldenabbaus

Verschuldungsabbau kann sich negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken

Relevant für die Wirtschaftspolitik im Allgemeinen und die Geldpolitik im Speziellen ist der Verschuldungsabbau insbesondere aufgrund möglicher negativer Rückwirkungen auf die Realwirtschaft. Ein besonders adverses Szenario, das sich infolge eines Entschuldungsprozesses ergeben kann, ist die sogenannte Schuldendeflation.²¹⁾ Hiernach baut der nichtfinanzielle Privatsektor ausgehend von einer Situation der Überschuldung seine Verbindlichkeiten ab. In der Folge kommt es in diesem Szenario aufgrund beson-

ders ausgeprägter negativer realwirtschaftlicher Rückkopplungen jedoch zu einer überproportional starken Reduktion der realen Einkommen beziehungsweise des Preisniveaus, die den Schuldenabbau konterkarieren und in einer Erhöhung der Verschuldungsquote enden. Trotz einer aktiven Rückführung der Verschuldung verschärfen sich in einer solchen Extremsituation somit die bilanziellen Restriktionen.

Das oben stehende Schaubild zeigt auf, dass dieses Negativszenario in keinem der hier unter-

²¹ Die Idee der Schuldendeflation geht auf Arbeiten von Irving Fisher zurück. Vgl.: I. Fisher (1933), The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica* 1, S. 337–357. Weiterentwickelt wurde der Ansatz u. a. von Hyman Minsky und Richard Koo. Vgl.: H. P. Minsky (1981), Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment, Hyman P. Minsky Archive, Paper Nr. 299 und R. Koo (2009), The Holy Grail of Macroeconomics – Lessons from Japan's Great Recession, Wiley, Singapur. Eine Formalisierung dieser Ansätze findet sich in: G. B. Eggertsson und P. Krugman (2012), Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach, *The Quarterly Journal of Economics* 127(3), S. 1469–1513.

*Erfolgreicher
Schuldenabbau
in Griechenland,
Italien, Portugal
und Spanien*

suchten Länder eingetreten ist.²²⁾ Eine Schuldendeflation liegt dann vor, wenn in einem Land die Verschuldung abgebaut wird, die Verschuldungsquote aber steigt (oberer, linker Quadrant). Die nichtfinanziellen Privatsektoren in Griechenland, Italien, Portugal und Spanien platzieren sich im unteren, linken Quadrant des erfolgreichen Schuldenabbaus. Dieser ist dadurch gekennzeichnet, dass die aktive Schuldenrückführung mit einer Reduktion der Verschuldungsquote einherging und folglich bilanzielle Restriktionen abgebaut wurden. Selbst in Griechenland sank die Verschuldungsquote trotz eines Rückgangs des realen BIP und des Preisniveaus. Dies impliziert, dass die nominalen Einkommen im Zuge des Entschuldungsprozesses zwar gesunken sind, aber weniger stark als die Schulden.

*Schuldenquoten
in den meisten
der betrachteten
Länder unter
Höchststand von
2014 gesunken*

Ein Grund für die vergleichsweise schwache Auswirkung der Entschuldung auf die (inländische) Wirtschaftsleistung dieser Länder könnte sein, dass der Schuldenabbau sich zumindest in Teilen in einem Rückgang der Importe niederschlug, was sich dämpfend auf den Rückgang der inländischen Nachfrage auswirkte.²³⁾ Gleichzeitig spiegelte sich der Entschuldungsprozess im nichtfinanziellen Privatsektor aufgrund der krisenbedingten Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors sowie zur Stimulierung der konjunkturellen Entwicklung zumindest in Teilen in einem Anstieg der Verschuldung der öffentlichen Haushalte wider.²⁴⁾ Für die meisten von der europäischen Schuldenkrise betroffenen Länder lässt sich jedoch festhalten, dass auch die Verschuldungsquoten der nichtfinanziellen Sektoren insgesamt – also einschließlich der öffentlichen Haushalte – mittlerweile unter ihre Höchststände gesunken sind, die zumeist gegen Ende 2014 erreicht wurden. Dieses gesamtwirtschaftliche Deleveraging schlug sich wiederum in einer Reduktion der Netto-Auslandsverbindlichkeiten nieder und reduziert somit die Abhängigkeit von grenzüberschreitender Finanzierung.

Für den nichtfinanziellen Privatsektor in Deutschland und im Euro-Raum insgesamt reduzierte sich die Verschuldungsquote trotz

eines aktiven Schuldenaufbaus. Dies liegt darin begründet, dass die Einkommen im Zuge der Kreditexpansion stärker anstiegen (unterer, rechter Quadrant). In Frankreich endete der aktive Verschuldungsaufbau hingegen in einer leichten Erhöhung der Verschuldungsquote (oberer, rechter Quadrant).

Betrachtet man die realwirtschaftliche Entwicklung im Vergleich mit dem Verlauf der bereits oben definierten Referenzszenarien zeigt sich jedoch, dass die Erholung des realen BIP in den von der europäischen Schuldenkrise besonders betroffenen Ländern Italien, Spanien und Portugal sowie vor allem Griechenland wesentlich schwächer ausfiel (siehe Schaubild auf S. 56). Vorhergehende Schuldenkrisen des Privatsektors zeichneten sich im Gegensatz dazu dadurch aus, dass etwa drei Jahre nach Erreichen des BIP-Hochpunkts eine kräftige wirtschaftliche Erholung einsetzte.

Realwirtschaftliche Entwicklung während der Entschuldungsphase in den Krisenländern wesentlich schwächer als in historischen Referenzperioden

■ Politikimplikationen

Einordnung des Entschuldungsprozesses

Wie die vorangegangenen Ausführungen gezeigt haben, hat der Entschuldungsprozess im nicht-

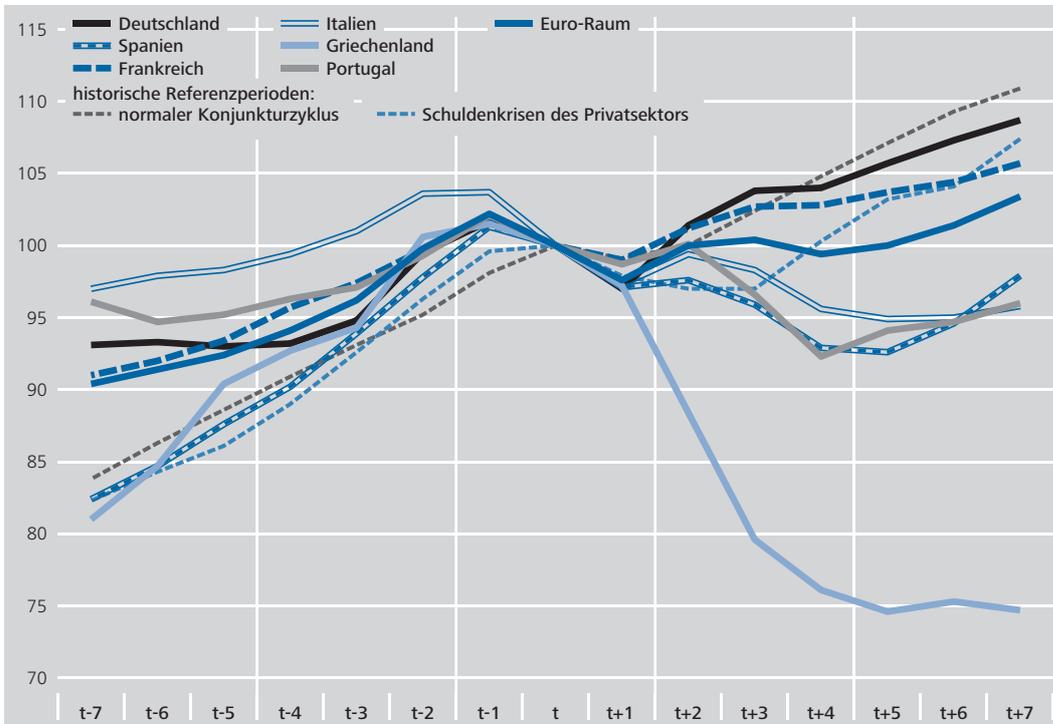
²² Das Schaubild orientiert sich dabei an einer Darstellung in: Europäische Kommission, Private sector deleveraging: where do we stand?, Quarterly report on the euro area, Vol. 13 (3), Oktober 2014. Die Berechnungen konzentrieren sich auf die Veränderung der letzten Jahre, da der Großteil des aktiven Schuldenabbaus erst zu diesem Zeitpunkt erfolgte. Mit Ausnahme Griechenlands sind die Ergebnisse nahezu identisch, wenn der Startzeitpunkt der Betrachtungsperiode weiter in die Vergangenheit verlegt wird. Im Falle Griechenlands zeigt sich dann, dass ein aktiver Schuldenabbau mit einer Erhöhung der Verschuldungsquote einhergeht. Dabei sollte der Einbruch der Wirtschaftsleistung jedoch nicht primär auf das aktive Deleveraging des nichtfinanziellen Privatsektors, sondern vielmehr auf die griechische Staatsschuldenkrise zurückzuführen sein.

²³ So zeigen empirische Studien, dass Veränderungen der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors einen bedeutenden Einfluss auf die Leistungsbilanz der von der Krise betroffenen Länder hatten. Vgl. hierzu: R. Unger (2017), Asymmetric credit growth and current account imbalances in the euro area, Journal of International Money and Finance, im Erscheinen.

²⁴ Vgl.: L. Buttiglione, P. Lane, L. Reichlin und V. Reinhart (2014), Deleveraging, What Deleveraging?, The 16th Geneva Report on the World Economy.

Reales Bruttoinlandsprodukt im historischen Vergleich

BIP-Hochpunkt = 100



Quellen: BIZ, EZB und eigene Berechnungen. Zur Länderauswahl und Klassifikation der historischen Zyklen vgl.: Arbeitsgruppe Eurosystem, Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, ECB Occasional Paper 151, August 2013.
 Deutsche Bundesbank

finanziellen Privatsektor mittlerweile an Geschwindigkeit gewonnen und ist teils erkennbar vorangeschritten. Während der Entschuldungsprozess in keinem der betrachteten Länder in einer gefährlichen Schuldendeflation endete, fiel die wirtschaftliche Erholung im Euro-Raum insgesamt und insbesondere in den von der Krise betroffenen Ländern im internationalen Quervergleich jedoch verhältnismäßig schwach aus.

Vergleichsweise schwache wirtschaftliche Entwicklung auch wegen ausbleibender Bestandsanpassungen

Diese Entwicklung dürfte unter anderem auf die starke Bedeutung des aktiven Schuldenabbaus zurückzuführen sein. Historische Erfahrungen zeigen, dass eine Entschuldungsphase schneller abläuft, wenn die aktive Schuldentrückführung durch Bestandsanpassungen flankiert wird.²⁵⁾ Dies liegt zum einen darin begründet, dass Schuldner bei Bestandsanpassungen einen geringeren Anteil ihres Einkommens für den Schuldendienst aufwenden müssen. Hierdurch werden bilanzielle Restriktionen bei den Schuldnern gelockert und die gesamtwirtschaftliche Nach-

frage entsprechend geringer belastet. Zum anderen kommt es bei den Gläubigern zu einer unmittelbaren Bilanzbereinigung. Dies fördert prinzipiell die Vergabe von neuen Krediten und führt somit zu strukturellen Anpassungen im Zuge einer Reallokation von Ressourcen innerhalb der Volkswirtschaft.²⁶⁾

Dabei ist allerdings zu beachten, dass sich Bestandsanpassungen des nichtfinanziellen Privatsektors auch auf die Bilanzen ihrer Gläubiger

²⁵ Ein klassisches Beispiel für einen erfolgreichen Schuldenabbau sind die nordischen Länder Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre. Nach dem Platzen der kreditfinanzierten Immobilienpreisblasen wurden nicht tragfähige Schulden im nichtfinanziellen Privatsektor zügig abgeschrieben und die Bankensysteme anschließend rekapitalisiert. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), a. a. O., S. 68 ff. und die dort zitierte Literatur.

²⁶ Unterbleiben Bestandsanpassungen besteht hingegen die Gefahr, dass insolvente Unternehmen künstlich am Leben gehalten werden, hierdurch realwirtschaftliche Ressourcen gebunden werden und die Entstehung neuer, produktiver Unternehmen gehemmt wird. Vgl. hierzu: R. Caballero, T. Hoshi und A. Kashyap (2008), Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review*, 98(5), S.1943–1977.

Fehlanreize und Destabilisierung im Zuge von Bestandsanpassungen vermeiden

übertragen. In der Folge können durch Ansteckungseffekte weitere finanzielle Verwerfungen auftreten, welche beispielsweise Maßnahmen zur Rekapitalisierung oder Abwicklung in Schieflage geratener Finanzinstitute erforderlich machen könnten. Darüber hinaus müssen im Zuge von Bestandsanpassungen Fehlanreize wie das übermäßige Eingehen von Risiken bei der Kreditvergabe oder auch eine zweckentfremdete Mittelverwendung vermieden werden, um einen verantwortungsvollen Umgang mit den realwirtschaftlichen Ressourcen zu gewährleisten.

Mit der Ausnahme Spaniens spielten Bestandsanpassungen in keinem der von der Schuldenkrise stark betroffenen Länder eine bedeutende Rolle. Die Entwicklung im Euro-Raum steht somit im Kontrast zu derjenigen in den USA, wo insbesondere die Verschuldung des Haushaltssektors im Zuge von Zahlungsausfällen bei Immobilienkrediten reduziert wurde.²⁷⁾ Während dies unmittelbar zu Verlusten bei den Banken führte, wurden diese frühzeitig rekapitalisiert und somit in die Lage versetzt, die im Zuge der wirtschaftlichen Erholung wiedererstarkte Kreditnachfrage zu akkommodieren.²⁸⁾

Geringe Bedeutung von Bestandsanpassungen spiegelt sich in hohen Beständen an notleidenden Krediten

Spiegelbild der vergleichsweise geringen Bedeutung von Bestandsanpassungen im Euro-Raum sind die in den meisten Ländern nach wie vor hohen Bestände an notleidenden Krediten auf den Bilanzen der Banken. Während durch das Comprehensive Assessment des einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) zwar größere Klarheit hinsichtlich des Umfangs notleidender Forderungen geschaffen werden konnte, kam es bis jetzt in den meisten Ländern zu keinem deutlichen Abbau. Abschreibungen auf die Bestände an notleidenden Krediten würden somit zum einen den Entschuldungsprozess des nichtfinanziellen Privatsektors beschleunigen. Zum anderen würde durch die Gesundung der Bankbilanzen und die dadurch verbesserten Möglichkeiten, sich am Markt zu finanzieren, grundsätzlich auch die Vergabe neuer Kredite gefördert und hierdurch eine Reallokation von Res-

ourcen ermöglicht. Für den Fall, dass einzelne Kreditinstitute durch die hierbei zu tätigen Abschreibungen die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen nicht mehr erfüllen könnten, ermöglichen die seit dem 1. Januar 2016 anzuwendenden „Bail-in“-Vorschriften die ordnungsgemäße Sanierung oder Abwicklung mit möglichst geringen Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die öffentlichen Finanzen.²⁹⁾

Zur Bedeutung effizienter Insolvenzordnungen

Der Umgang mit insolventen Akteuren und dem damit verbundenen Verschuldungsabbau hängt von der Ausgestaltung der Insolvenzordnung ab. Darunter lassen sich vor allem die Bedingungen, unter denen Insolvenzverfahren eingeleitet werden, die Rechte und Pflichten der Schuldner und Gläubiger sowie die Rolle der Rechtsprechung fassen.³⁰⁾ Von Bedeutung sind dabei auch die Kosten und der Zeitrahmen der Verfahren. Ein Insolvenzverfahren regelt in erster Linie, wie einbringliche Forderungen zurückgezahlt und uneinbringliche Forderungen abgewickelt werden. Im Unterschied zu Ad-hoc-Verhandlungslösungen sorgen Insolvenzverfahren für geringere Reibungsverluste und

Effiziente Insolvenzordnungen ermöglichen den Abbau uneinbringlicher Forderungen, unterstützen die Reallokation von Produktionsmitteln ...

²⁷ Vgl.: Banco de España, Private-sector deleveraging channels: an international comparison, Economic Bulletin, November 2013, S. 19–29.

²⁸ Da die verbrieften Immobilienkredite der privaten Haushalte in den USA weltweit von Investoren gehalten wurden, konnten bedeutende Teile der Abschreibungsverluste ins Ausland „exportiert“ werden, wodurch sich der Rekapitalisierungsbedarf für das US-amerikanische Bankensystem reduzierte. In den von der Krise besonders betroffenen Ländern im Euro-Raum wurden die Forderungen gegenüber dem nichtfinanziellen Privatsektor hingegen primär vom inländischen Bankensektor gehalten, der sich wiederum bei den Banken in den europäischen Kernländern refinanzierte. Hierdurch kam es zu einer Konzentration der Verluste auf nationaler Ebene, was für sich genommen die Bilanzbereinigung im Bankensektor erschwert haben sollte.

²⁹ Vgl. hierzu die Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen.

³⁰ Vgl. für eine Übersicht zur ökonomischen Bedeutung von Insolvenzordnungen z. B.: J.-C. Bricongne, M. Demertzis, P. Pontuch und A. Turrini (2016), Macroeconomic Relevance of Insolvency Frameworks in a High-debt Context: An EU Perspective, European Commission Discussion Paper Nr. 32.

unterstützen aus gesamtwirtschaftlicher Sicht eine effiziente Ressourcenallokation. Bei Unternehmen zielen Insolvenzverfahren typischerweise darauf ab, den Wert des produktiven Teils des Unternehmens möglichst zu erhalten und ihn notfalls auch wertschonend abzuwickeln. Bei Privatinsolvenzen ist die Verwertung von Sicherheiten wie Immobilien gängige Praxis und wird gegebenenfalls durch Schuldenneuerhandlungen oder Umschuldungen unterstützt.

... und beeinflussen die Bereitschaft der privaten Sektoren zur Kreditaufnahme und -vergabe

Die adäquate Ausgestaltung einer Insolvenzordnung ist sehr komplex, weil viele Faktoren und Einflüsse eine Rolle spielen. So beeinflusst beispielsweise das Vorhandensein einer Insolvenzordnung schon vor Eintreten des Insolvenzfalls die Bereitschaft in den privaten Sektoren zur Kreditaufnahme und -vergabe. Ein umfassender Gläubigerschutz kann dazu beitragen, im Falle einer Insolvenz des Schuldners bestmöglich die Interessen der Gläubiger zu wahren. Dabei darf er jedoch nicht so weit gehen, den Gläubigern Anreize zu einer übermäßigen Risikoaufnahme zu setzen. Gleichzeitig führen klare Haftungsprinzipien aufseiten der Schuldner zu einer angemesseneren Berücksichtigung von Investitionsrisiken und vermeiden somit die Gefahr einer Zweckentfremdung der bereitgestellten Mittel (Moral Hazard). Schuldner sollten dabei jedoch nicht von vornherein von rentablen Investitionsprojekten abgehalten werden. Neben diesen Effekten, die schon vor Eintritt der Insolvenz zum Tragen kommen, können Insolvenzordnungen, die eine übermäßige und langwierige Belastung des Schuldners vermeiden, auch nach Eintreten der Insolvenz den Anreiz für den Schuldner erhöhen, seine wirtschaftlichen Aktivitäten fortzusetzen. Insgesamt können adäquate Insolvenzordnungen somit dazu beitragen, dass unproduktive Tätigkeiten beendet werden und die hierin gebundenen Ressourcen wieder einer effizienten Verwendung zufließen können.

Mit Blick auf die einzelnen Länder im Euro-Raum zeigt sich eine große Heterogenität in der Ausgestaltung der bestehenden Insolvenzordnungen. So ist beispielsweise die Insolvenzord-

nung in Deutschland durch ein vergleichsweise vielfältiges Bündel an Maßnahmen gekennzeichnet – sowohl für Unternehmen als auch private Haushalte. In Frankreich zielt der Insolvenzrahmen besonders stark auf die Aufrechterhaltung der Unternehmensaktivität und den Erhalt von Arbeitsplätzen ab. Die Situation in den von der Krise besonders stark betroffenen Ländern stellt sich hingegen anders dar. So kommt es bei insolventen Unternehmen in Spanien traditionell in großem Umfang zu Abwicklungen. Zuletzt wurden jedoch zunehmend Restrukturierungsprogramme und auch Privatinsolvenzen erleichtert. Griechenland verfügt zwar über ein relativ gut entwickeltes Insolvenzrecht, das seit 2010 mehrfach Reformen unterzogen wurde. Aufgrund des strukturellen Charakters der Verschuldung sowie vergleichsweise langwieriger Prozesse bei der institutionellen Umsetzung verlief die Rückführung notleidender Unternehmenskredite bislang jedoch nur zögerlich. Ähnlich sind auch im Zuge der Krise in Italien die notleidenden Kredite stark angestiegen, woraufhin bisher fehlende rechtliche und institutionelle Reformen zur Erhöhung der Effektivität des Insolvenzrahmens angestoßen wurden.

Diese Heterogenität in den Insolvenzordnungen findet sich auch in den Angaben der „World Bank Doing Business“-Umfrage, aus der sich ein Indikator zur allgemeinen Qualität der Insolvenzordnung verschiedener Länder ableiten lässt.³¹⁾ Nach diesem umfassenden Indikator verfügen Deutschland und Portugal im Euro-Raum-Vergleich über besonders wirksame Insolvenzrahmen, Spanien und Frankreich liegen im oberen Mittelfeld. Während sich der Indikator für Frankreich in den vergangenen Jahren stark verbessert hat, befindet sich der Wert für Grie-

Insolvenzordnungen im Euro-Raum heterogen, trotz jüngerer Reformen

³¹ Das „Doing Business“-Projekt der Weltbank entwickelt Maße für verschiedene Aspekte der Regulierung und Rahmenbedingungen für die unternehmerische Tätigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen in 190 Ländern. Als Informationsquellen dienen dabei vor allem die entsprechenden Gesetzgebungen, eigene Umfragen, die jeweiligen Regierungen und die Mitarbeiter der Weltbank. Vgl.: World Bank, Doing Business 2017: Equal Opportunity for all, Bericht, Oktober 2016.

chenland weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Die Insolvenzordnung in Italien sticht dadurch hervor, dass die Kosten der Abwicklung notleidender Kredite auf einem im weltweiten Vergleich sehr hohen Niveau liegen. Die diesbezüglichen seit 2012 mehrfach initiierten Reformen könnten – sofern sie unzureichende Regelungen konkretisieren und das Vertrauen in den Rechtsrahmen erhöhen – künftig in dieser Hinsicht notwendige Bestandsanpassungen erleichtern und somit zu einer zügigeren Reduktion notleidender Kredite beitragen.

Vor diesem Hintergrund ist jedoch grundsätzlich zu beachten, dass Änderungen der Insolvenzordnung einen Eingriff in bestehende Kreditbeziehungen darstellen. Diese sollten mit Bedacht durchgeführt werden, um das Vertrauen in die Rahmenbedingungen nicht zu stören und um keine letztlich vermeidbaren Risikoprämien mit entsprechenden Rückkopplungseffekten auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu verursachen.

■ Schlussbemerkungen

Deutlicher Fortschritt bei der Rückführung der Verschuldung, Abbau notleidender Kredite weiterhin erforderlich

Insgesamt lässt sich festhalten, dass in den letzten Jahren hinsichtlich des Entschuldungsprozesses im nichtfinanziellen Privatsektor in den von der Krise besonders betroffenen Ländern erkennbare Fortschritte erzielt wurden. Im Vergleich mit historischen Referenzperioden wurde

der Verschuldungsabbau dabei stark durch eine aktive Schuldentilgung getrieben – Bestandsanpassungen spielten in den meisten Ländern eine nur geringe Rolle; lediglich in Spanien wurden die vergleichsweise umfangreichen Abschreibungen durch staatliche Übernahmen und wertschonende Abwicklung notleidender Aktiva der Geschäftsbanken flankiert, die zu einer Bilanzbereinigung im finanziellen und nichtfinanziellen Privatsektor beitrugen. Die geringere Bedeutung von Bestandsanpassungen in den übrigen Ländern dürfte hingegen zur Schwäche der wirtschaftlichen Erholung beigetragen haben.

Es ist davon auszugehen, dass die Anpassungsprozesse in den sektoralen Bilanzen des Privatsektors noch weiter anhalten werden. In diesem Kontext könnte ein Abbau der teils noch hohen Bestände an notleidenden Krediten in den betroffenen Bankensystemen den Entschuldungsprozess deutlich unterstützen. Dabei muss jedoch sichergestellt sein, dass die gesamtwirtschaftlichen Lasten von Bestandsanpassungen grundsätzlich getragen werden können. Um marktwirtschaftlichen Haftungsprinzipien Rechnung zu tragen, sollte hierbei die Mittelbereitstellung soweit wie möglich durch den Privatsektor erfolgen. Die Reformmaßnahmen der Insolvenzordnungen sowie die Konsolidierungsbemühungen in den Ländern des Euro-Raums sollten nicht zuletzt auch vor diesem Hintergrund gesehen werden.