

Die Mutter aller Finanzkrisen: zu hohe Unternehmensgewinne *

Werner Vontobel

Bei der Subprime-Krise wurden die Täter gleichsam mit dem rauchenden Colt in der Hand erwischt: Wenn jemand auf ein Haus, das er für 500'000 Dollar gekauft hat, 600'000 Dollar Kredit aufnimmt, muss er sich über eine spätere Zwangsversteigerung nicht wundern. Und Banken, die solche Kredite vergeben, droht die Insolvenz. Also hat man sich daran gemacht, den Bankensektor besser zu regulieren.

Bei der Sovereign-Debt-Crisis war die Schuldzuweisung schwieriger. Warum etwa ist ein staatliches Nettofinanzierungsdefizit von 10 Prozent (2010) im Falle der USA kein Grund für ein Sanierungsprogramm, während im Falle von Griechenland 9,3 BIP-Prozente weltweite Empörung auslöst? Galten hohe Staatsausgaben nicht eben noch als einzig wirksames Mittel zur Vermeidung einer globalen Rezession?

Völlig uneins ist man sich über die globalen Ungleichgewichte. Müssen nur die Defizitländer wie die USA, England oder Spanien endlich aufhören, »über ihre Verhältnisse zu leben«? Oder können auch Leistungsbilanzüberschüsse zu hoch sein? In Sinne eines Kompromisses haben sich die G20 dazu durchgerungen, die (um die Zinsen der Währungsreserven bereinigten) Salden der Leistungsbilanz in den Kriterienkatalog der globalen Ungleichgewichte aufzunehmen, zusammen mit den Schulden des Staates und der privaten Haushalte.

Unternehmenssektor wurde als Ursache bisher ausgespart

Was in diesem Kriterien-Katalog genauso fehlt wie in der öffentlichen Diskussion, ist das vierte Konto in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung – der Unternehmenssektor. Das ist ein grober Fehler, denn Finanzierungssaldi des Staates und der Länder entsprechen den Saldi (mit umgekehrten Vorzeichen) der Privathaushalte und des Unternehmenssektors. Man kann diese nicht diskutieren, ohne jene im Auge zu behalten.

Das kann man etwa am Beispiel der USA illustrieren. 2010 haben

* *Erstmals erschienen im Online-Publikationsorgan »Ökonomenstimme« 2011 (www.oekonomenstimme.org).*

dort gemäss den Flow of Funds der Fed sowohl die Unternehmen als auch die Privathaushalte und das Ausland Finanzierungsüberschüsse von respektive 527, 574 und 475 Milliarden Dollar erzielt. Entsprechend summiert sich beim Staat ein Finanzierungsdefizit von 1576 Milliarden Dollar oder 10,8 Prozent des BIP. Das ist natürlich weit von jeder Nachhaltigkeit entfernt.

Doch die wirklich aufregende Zahl sind die 527 (im Vorjahr gar 657) Milliarden Dollar Nettofinanzierungsüberschuss des Unternehmenssektors. Hier stimmt neben der Grössenordnung vor allem auch das Vorzeichen nicht. Normalerweise muss der Unternehmenssektor ein Finanzierungsdefizit aufweisen. Das heisst, er müsste wenigstens einen Teil seiner Investitionen mit Fremdkapital finanzieren. Nur so hat der Haushaltssektor die Möglichkeit, seine Nettoersparnisse (die unter normalen Umständen etwa 2 bis 6 BIP-Prozent ausmachen) produktiv anzulegen.

Die 527 Milliarden Überschuss bedeuten, dass die US-Unternehmen rund 5 Prozent ihrer Waren und Dienstleistungen nur verkaufen konnten, weil sich die Abnehmer, sprich die anderen Sektoren (ab 2008 nur der Staat, vorher auch Privathaushalte) bei ihnen verschuldet haben. Hätte der Staat (und zuvor die Haushalte) keine zusätzlichen Schulden machen können, wäre der Umsatz der Unternehmen um 6 Prozent geschrumpft.

Von 2002 bis 2010 hat der US-Unternehmenssektor nur in zwei Jahren keine Nettofinanzierungsüberschüsse erzielt. 2010 lag dieser bei 3,6, 2009 gar bei 4,7 Prozent des BIP. Seit 2002 wurden nur 2006 und 2007 Finanzierungsdefizite verzeichnet. Deutschlands Unternehmenssektor erzielt gar seit 2002 regelmässig Nettofinanzierungsüberschüsse von 2 bis 3 BIP-Prozenten. Im ganzen EU-27-Raum lag der Überschuss 2009 bei rund 1,5 BIP-Prozent. Japans Unternehmenssektor verzeichnete 2009 gar einen Überschuss von 6,9 BIP-Prozent.

Nettofinanzierungsüberschüsse des ganzen Unternehmenssektors bedeuten, dass die Lücke zwischen Angebot und Nachfrage nur mit der Kreditpumpe überbrückt werden konnte. Was den Haushalten und dem Staat an laufenden Einkommen (im wesentlichen Löhne und Steuern) fehlt, wurde durch Kreditschöpfung ersetzt. Doch anders als die Schulden des Unternehmenssektors sind die der Privathaushalte nicht durch einen produktiven Kapitalstock gedeckt. Auch zusätzliche Staatsschulden sind nur insofern nachhaltig, als sie zur Finanzierung von Infrastruktur verwendet werden.

Dass der Wirtschaftskreislauf nur noch mit Kreditschöpfung aufrecht erhalten werden kann, zeigt auch ein Blick auf den Consumer Expenditure Survey der USA. Danach kassiert das reichste Fünftel

der US-Haushalte fast 50 Prozent aller Einkommen nach Steuern, konsumiert davon aber nur knapp die Hälfte. Auf der anderen Seite des Einkommensspektrums geben die zwei ärmsten Fünftel der Haushalte mehr aus als sie einnehmen. Offensichtlich ist also die Kaufkraft nicht dort, wo die effektiven Bedürfnisse sind. Die Lücke muss – über die Landesgrenzen hinweg – mit Krediten geschlossen werden.

Damit ist klar: Der Boom der toxischen Kredite ist die realwirtschaftliche Folge der Überschüsse im Unternehmenssektor und der damit verbundenen schiefen Verteilung der Haushaltseinkommen. Schuldverhältnisse und Kredite entstehen in der Realwirtschaft, sie werden nicht vom Bankensektor aus dem Nichts geschöpft. Die tiefen Zinsen wurden nicht von den Nationalbanken künstlich hergestellt, sondern sind Folge eines Anlagenotstands: Weil sich die Unternehmen mit ihren tiefen Löhnen gegenseitig die Nachfrage kaputt gemacht haben, mussten sie ihre Überschüsse zwangsweise auf den Kapitalmärkten anlegen – und dort die eine oder andere Blase auslösen.

Das heisst aber auch: Solange sich an dieser realwirtschaftlichen Ausgangslage nichts ändert, nimmt die Produktion von toxischen Guthaben ihren Lauf. Realwirtschaftlicher Schuldenabbau hiesse, dass Deutschland oder China Leistungsbilanzdefizite schreiben, hiesse, dass das ärmste Drittel der Haushalte entweder deutlich mehr verdient, oder den Konsum um weitere 30 Prozent einschränkt. Und vor allem bedeutet es, dass der Unternehmenssektor wieder regelmässig Nettofinanzierungsdefizite schreibt. Zurzeit deutet nichts darauf hin, dass irgendetwas davon geschieht.

Wie konnte es so weit kommen?

Aus der Sicht des Lehrbuchs ist der Fall klar: In der vollkommenen Marktwirtschaft herrscht atomistische Konkurrenz – Null Marktmacht für niemanden. Marktmächtige Firmen wie Nestlé, Walmart oder Credit Suisse sind in der reinen Theorie nicht vorgesehen. Diese sieht hingegen vor, dass Arbeitnehmer weniger Arbeitsstunden anbieten, wenn die Löhne sinken. In der realen Wirtschaft suchen sie sich einen noch schlechter bezahlten Zweitjob. Auf dem Arbeitsmarkt ist denn auch das von der Theorie unterstellte Gleichgewicht der Kräfte am nachhaltigsten gestört worden. Anders gesagt: Ursache der positiven Nettofinanzierungssaldi des Unternehmenssektors ist in erster Linie der relative Rückgang der Löhne bzw. der Lohnquote.

In Deutschland etwa sank der Anteil der Löhne an der Bruttowert-

schöpfung des Unternehmenssektors von 1992 bis 2007 (dem letzten Jahr vor der Krise) von 66,7 auf 56,4 Prozent. Im selben Zeitraum verwandelte sich ein Nettofinanzierungsdefizit von 5,2 Prozent in einen Überschuss von 3 Prozent der Bruttowertschöpfung.

Andere Faktoren, die zur Trendwende bei der Unternehmensfinanzierung beigetragen haben, sind der sinkende Anteil der Investitionen (von 22,1 auf 17,3 Prozent der Wertschöpfung zwischen 1992 und 2007) sowie der Steuerwettbewerb bzw. die sinkende Steuerlast der Unternehmen. Dieser Faktor hat die Gewinnmarge der deutschen Unternehmen bis 2007 allerdings bloss um etwa 1 Prozentpunkt verbessert.

Politik muss das Gleichgewicht auf dem Arbeitsmarkt wiederherstellen

Damit ist auch klar, wo die Politik zuerst ansetzen muss, um die Finanzierung des Unternehmenssektors wieder ins volkswirtschaftliche Lot zu bringen: Das Gleichgewicht auf dem Arbeitsmarkt muss wiederhergestellt werden, damit der Anteil der Löhne an der Wertschöpfung steigt. Dazu braucht es aber einen pragmatischen Ansatz. Wenn die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer geschwächt ist, darf man sie nicht noch weiter schwächen in der Hoffnung, dass irgendwann der völlig freie Markt ausbricht und das Lehrbuch Realität wird. Bis diese pragmatische Politik Früchte trägt, bleibt nichts anderes übrig, als die Nettofinanzierungsüberschüsse fiskalisch abzuschöpfen.

Dies geht allerdings nicht von heute auf morgen, und in der Zwischenzeit nehmen die finanziellen Ungleichgewichte zu und mit ihnen die Nervosität der Finanzmärkte. Dafür braucht es kurzfristige Lösungen, die langfristig tragbar sind. Konkret heisst das, Weltwährungsfonds, EU, EZB und überstaatliche ›Rettungsfonds‹ müssen die ausstehenden nationalen Schulden garantieren und nur in homöopathischen Dosen umschulden – beispielsweise durch moderate Zinsermässigungen und Fristverlängerungen auf bestehenden Schulden. Gleichzeitig sollte man sich diese Garantien von den Banken teuer bezahlen lassen. Als Anhaltspunkte mögen die Zinssätze für die nachrangigen CoCo-Bonds dienen. Eine Alternative dazu wäre ein Rettungsfonds nicht für die verschuldeten Länder, sondern für die Banken, die bei einem Zahlungsausfall etwa von Griechenland oder Portugal von Insolvenz bedroht würden. Der Rettungsfonds würde diese Banken mit neuem Eigenkapital ausstatten und die entsprechenden Kontrollrechte wahrnehmen. Die Staatengemeinschaft könnte so auch einen beruhigenden und stabilisierenden Einfluss auf die Finanzmärkte nehmen.

Kurzfristig gesehen besteht kein Grund, die bestehenden Schulden rasch abzubauen. Indem etwa China oder Deutschland gewillt sind, weiterhin Export- und Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen, verzichten sie realwirtschaftlich auf eine Rückzahlung ihrer Guthaben. Peking und Berlin sind offensichtlich zufrieden mit dem bewährten Arrangement – wir produzieren, ihr konsumiert.

Volkswirtschaftlich gesehen ist dieses Arrangement allerdings unsinnig. Es funktioniert auf Dauer auch nur mit einem mehr oder weniger verstaatlichten Kreditsystem, wie etwa in China, und mit einer zunehmend staatlichen Administration der Arbeitsmärkte wie in Deutschland. Wenn wir also die Marktwirtschaft wiederherstellen wollen, müssen wir erst einmal das Gleichgewicht der Kräfte wiederherstellen. Ein zentraler Massstab dafür ist der Nettofinanzierungssaldo des Unternehmenssektors.