

Verschuldung der privaten Haushalte und gesamtwirtschaftliche Folgen¹

Niedrigere Zinssätze und der Abbau von Liquiditätsbeschränkungen haben in den letzten 20 Jahren zu einem deutlichen Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte geführt. Diese Verschuldung hat eine grössere Sensitivität der Haushalte gegenüber Veränderungen der Zinssätze, Einkommen und Preise von Vermögenswerten zur Folge. Die erhöhte Sensitivität ist ausgeprägter, wo mehr Haushalte variabel verzinsliche Hypotheken anstatt solche mit festem Zinssatz haben.

JEL-Klassifizierung: E210, E520.

Im Laufe der letzten 20 Jahre ist die Verschuldung der privaten Haushalte in einer Reihe entwickelter Länder sowohl absolut als auch im Verhältnis zum Haushaltseinkommen erheblich gestiegen. Der starke Anstieg dieser Verschuldung gibt Anlass zur Sorge um ihre Tragbarkeit und – falls sie nicht tragbar ist – um die Folgen für die Stabilität des Finanzsystems.

Ein grosser Teil des Anstiegs der Kreditaufnahme der Haushalte lässt sich mit zwei Faktoren erklären: der rückläufigen Bedeutung von Kreditrationierung nach der Deregulierung der Finanzmärkte in den frühen achtziger Jahren und dem Rückgang der Real- und Nominalzinssätze angesichts der abnehmenden Inflation in den letzten 20 Jahren. Diese Faktoren haben dazu beigetragen, dass die privaten Haushalte erheblich weniger mit Liquiditätsrestriktionen konfrontiert sind.

Unabhängig davon, ob sie längerfristig tragbar ist, hat die höhere Verschuldung der Haushalte erhebliche gesamtwirtschaftliche Auswirkungen. Der Sektor der Privathaushalte wird sensitiver gegenüber Bewegungen der Zinssätze, insbesondere wenn sie unerwartet sind, und gegenüber Veränderungen der Haushaltseinkommen, vor allem infolge von Arbeitslosigkeit. Entscheidend für diese erhöhte Sensitivität ist, ob die Hypotheken der privaten Haushalte eher fest oder eher variabel verzinslich sind; in Ländern mit vorwiegend variablen Hypothekenzinsen steigt die Sensitivität stärker. Darüber

¹ Dieses Feature wurde geschrieben, während der Autor von der Reserve Bank of Australia beurlaubt war, um bei der BIZ und am Massachusetts Institute of Technology zu arbeiten. Der Beitrag gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ oder der Reserve Bank of Australia deckt. Der Autor dankt Olivier Blanchard und Claudio Borio für hilfreiche Gespräche und Kommentare.

hinaus vollzog sich ein Teil der Mehrverschuldung der Haushalte in Form eines Abzugs von Kapital aus dem Immobilienvermögen, die ein kräftiges Wachstum der Konsumausgaben ermöglichte. Sollte sich dieser Prozess der Kapitalextraktion verlangsamen oder umkehren – dies wäre möglich, wenn die Preise für Wohneigentum langsamer stiegen oder Hypotheken teurer würden –, könnte dies erhebliche negative Folgen für die Gesamtwirtschaft haben.

Dieses Feature stellt zunächst den beobachteten Anstieg der Verschuldung der Haushalte dar. Anschliessend skizziert es einige Faktoren, die zu dieser Situation beigetragen haben dürften. Schliesslich untersucht es die gesamtwirtschaftlichen Folgen der Mehrverschuldung der Haushalte.²

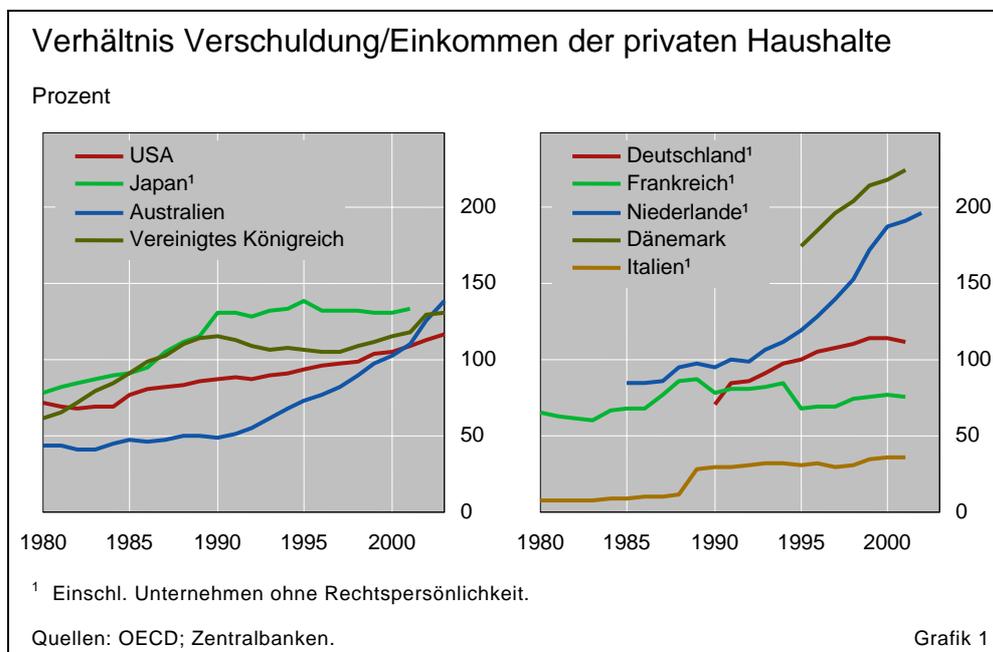
Sachlage

In den meisten entwickelten Ländern ist die Verschuldung der privaten Haushalte in den letzten 20 Jahren schneller gewachsen als die Einkommen. Der zeitliche Ablauf, das Ausmass und die Rate des Wachstums waren allerdings in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich. Wie Grafik 1 zeigt, hat die Verschuldung der Haushalte in den achtziger Jahren in Frankreich, Japan und dem Vereinigten Königreich, in den neunziger Jahren in Australien und den Niederlanden beträchtlich zugenommen. Die Grafik zeigt auch deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.

In jedem Land hatte die Finanzierung von Wohneigentum den grössten Anteil an der höheren Verschuldung der Haushalte. Derzeit beträgt ihr Anteil an der gesamten Verschuldung der Haushalte z.B. in den USA und dem Vereinigten Königreich rund 75%, in Frankreich und Deutschland rund 60% und in

Erheblicher Anstieg der Verschuldung der Haushalte

Mittelaufnahme grösstenteils zur Finanzierung von Wohneigentum



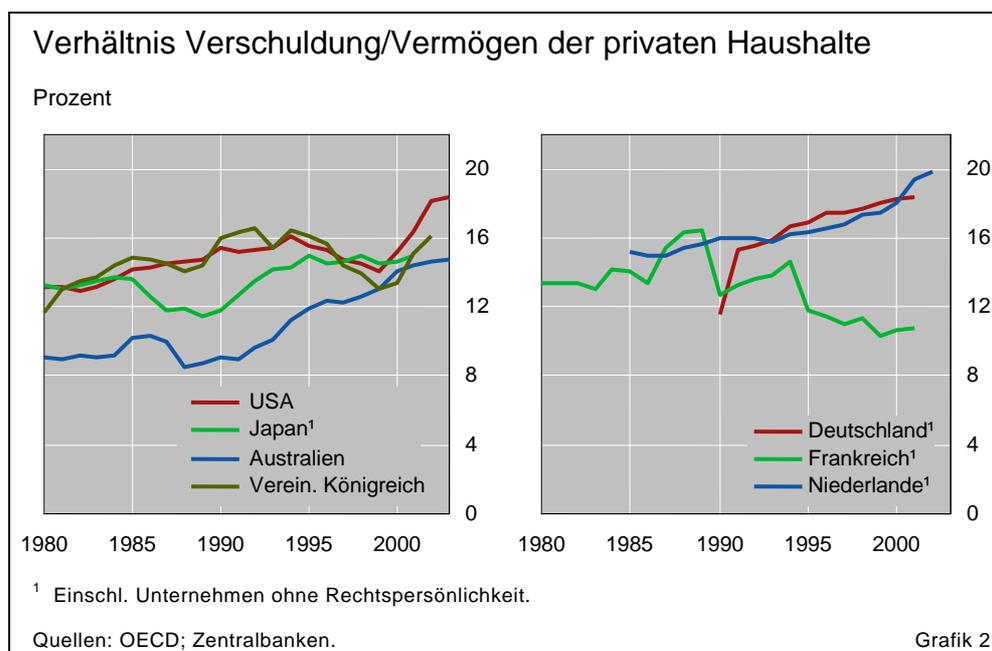
² Für ähnliche Untersuchungen s. Macfarlane (2003) für Australien; Kearns (2003) für Irland; Gjedrem (2003) für Norwegen; HM Treasury (2003), Nickell (2003) und Tucker (2003) für das Vereinigte Königreich; vgl. auch neuere Financial Stability Reports für u.a. Finnland und Schweden.

Australien 85%. Zwar ist die Fremdmittelaufnahme für andere Zwecke, insbesondere die Kreditkartenschulden, im gleichen Zeitraum ebenfalls schneller gewachsen als die Einkommen, doch ihr Anteil an der Gesamtverschuldung der Haushalte ist wesentlich geringer.

Werden die Verschuldung der privaten Haushalte und ihre Einkommen zueinander ins Verhältnis gesetzt, ermöglicht dies einen Zeit- und Ländervergleich, ergibt aber nicht notwendigerweise einen geeigneten Referenzwert, um festzustellen, ob die Haushalte überschuldet sind. Bei Unternehmen bewertet man Entscheidungen im Hinblick auf die Mittelbeschaffung generell anhand einer Messzahl für den Verschuldungsgrad – das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital – oder einer Messzahl für die Zinsdeckung, z.B. Schuldendienst als Prozentsatz der Erträge. Auch für die Tragbarkeit der Verschuldung der privaten Haushalte könnten ähnliche Messzahlen ein besserer Indikator sein. Eine Messzahl für den Verschuldungsgrad der Haushalte lässt sich durch Skalierung ihrer Schulden mit dem Wert ihrer Aktiva errechnen. Eine Messzahl für die Zinsdeckung in diesem Sektor erhält man, indem man den geleisteten Schuldendienst (die Summe aus Zinszahlungen und den geforderten Tilgungszahlungen) durch den Wert der verfügbaren Einkommen dividiert.

Verwendet man die Aktiva der Privathaushalte als Skalierungsfaktor, so steigt der Verschuldungsgrad dieses Sektors nicht annähernd so dramatisch. Grafik 2 zeigt, dass die Schuldenquoten generell um nicht mehr als 5 Prozentpunkte gestiegen sind; die Quote für Frankreich ist sogar gesunken. Dies ist zum grossen Teil auf den gleichzeitigen Anstieg der Immobilienpreise in den meisten Ländern zurückzuführen – in manchen Fällen allerdings auch auf einen Wertzuwachs der Aktienvermögen.³ Bei einem Verfall der

Verschuldungsgrad
nicht sehr stark
gestiegen ...



³ Die Beiträge von Borio/McGuire und Tsatsaronis/Zhu in diesem *BIZ-Quartalsbericht* untersuchen mögliche Ursachen des Anstiegs der Immobilienpreise.

Immobilienpreise würde sich der so gemessene Verschuldungsgrad der Haushalte rasch verschlechtern, da der Wert der Aktiva sinken würde, die Schuldenbelastung hingegen nicht. Deshalb muss diese Messzahl zur Prüfung der Tragbarkeit der Verschuldung der Haushalte mit Vorsicht angewandt werden.

Die Zinsdeckungsquote der Haushalte lässt in den meisten Ländern keinen klaren Aufwärtstrend erkennen. Die Auswirkungen der höheren Verschuldung der Haushalte wurden durch den Rückgang der Kreditzinsen aufgefangen, sodass die Haushalte im Durchschnitt keinen grösseren Anteil ihrer Einkommen für den Schuldendienst aufwenden als in der Vergangenheit.⁴ In manchen Ländern hat der Schuldendienst jedoch schon einen historischen Höchststand erreicht und würde weiter steigen, wenn die Hypothekenzinsen angehoben würden.

... ebenso wenig wie der Schuldendienst

Die aggregierten Zahlen für den Verschuldungsgrad des Sektors der Privathaushalte verschleiern beträchtliche Unterschiede in der Verteilung der Verschuldung auf die einzelnen Haushalte. Laut dem *Survey of Consumer Finances* von 2001 haben in den USA nur rund 45% der Haushalte Hypothekenschulden, und ein Viertel der Haushalte hat keinerlei Schulden. Darüber hinaus zeigen Querschnittsdaten aus Australien, Schweden und den USA eine buckelförmige Kurve der Verschuldung im Verlauf des Lebensalters. In aggregierten Zahlen haben junge Haushalte vergleichsweise wenig Schulden im Verhältnis zu ihrem Einkommen (wenn junge Haushalte jedoch verschuldet sind, dann im Verhältnis zu ihrem Einkommen sehr hoch). Diese buckelförmige Kurve folgt dem Muster des Wohneigentums – Ausdruck der Tatsache, dass Hypothekenschulden den grössten Anteil an der Verschuldung der Haushalte haben.

Beträchtliche Unterschiede im Verschuldungsgrad der einzelnen Haushalte

Diese Unterschiede in der Verteilung sind von grosser Bedeutung für die Tragbarkeit zusätzlicher Schulden und für ihre gesamtwirtschaftlichen Folgen. Bedauerlicherweise steht nur wenig Datenmaterial darüber zur Verfügung, wie sich die Verteilung der Verschuldung unter den einzelnen Haushalten im Zeitverlauf entwickelt hat.

Ursachen der höheren Verschuldung

Für die Untersuchung von Tendenzen in der Kreditaufnahme der Haushalte bietet das Lebenszyklusmodell von Ando und Modigliani (1963) einen nützlichen Rahmen. In Zeiten, in denen das Einkommen in Bezug auf das Durchschnittseinkommen des gesamten Lebenszyklus des Haushalts gering ist, wird der aktuelle Konsum mit Krediten finanziert, die zurückgezahlt werden, wenn das Einkommen hoch ist. Da die Einkommen der meisten Haushalte während ihrer (Erwerbs-)Lebenszeit steigen, ist die Verschuldung im Verhältnis zum Einkommen meist in jüngeren Jahren hoch und wird mit fortschreitendem Alter allmählich abgebaut.

Kreditaufnahme ermöglicht gleichmässigeren Konsum während des gesamten Lebenszyklus

⁴ Diese Messzahl kann u.U. die Auswirkungen des Hypothekenschuldendienstes auf den Cashflow der Haushalte infolge von Veränderungen beim Wohneigentum falsch darstellen (Dynam et al. 2003). Wenn der Eigenheimanteil zunimmt, leisten Haushalte Zahlungen für Hypotheken statt Mieten, doch dies wirkt sich weit weniger auf ihre verfügbaren Einkommen abzüglich der Wohnkosten aus, als der Anstieg ihrer Schuldendienstquote suggeriert.

Dieser Sachverhalt wird durch Liquiditätsprobleme verkompliziert. Am Anfang der Erwerbslebenszeit, wenn das Einkommen relativ gering ist, können Haushalte möglicherweise nicht im gewünschten Umfang Kredite aufnehmen. Dies betrifft vor allem die Entscheidung, Wohneigentum zu erwerben – die grösste Ausgabe im Lebenszyklus eines Haushalts. In den meisten Ländern finanzieren die Kreditinstitute das zu erwerbende Wohneigentum nicht zu 100%, sondern verlangen eine Beteiligung des Haushalts mit Eigenkapital. Daher müssen jüngere Haushalte Wohnraum mieten, während sie Kapital ansparen. Durch das Wachstum ihrer Einkommen und Ersparnisse wird der Liquiditätsengpass abgebaut, sodass die Haushalte die hohen Beträge aufnehmen können, die zum Erwerb von Wohneigentum erforderlich sind. Dies trägt dazu bei, dass die Verschuldung und das Wohneigentum der Haushalte im Lauf ihres Lebenszyklus in vielen Ländern eine buckelförmige Kurve bilden.

Liquiditäts-
beschränkungen
geringer ...

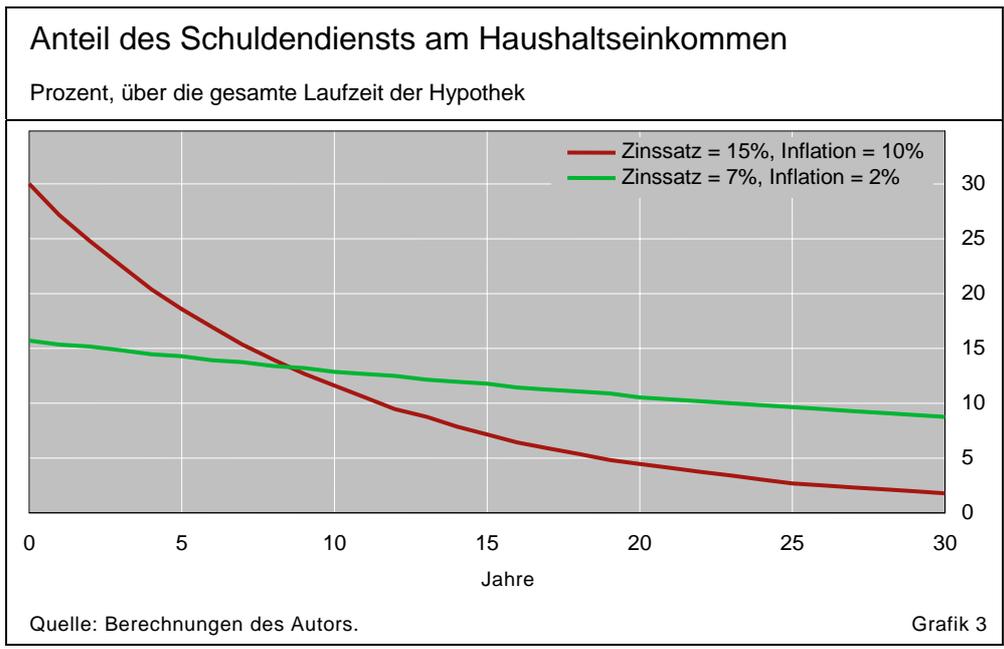
Liquiditätsbeschränkungen erklären, warum strukturelle Veränderungen des Kreditmarkts offenbar so signifikante Auswirkungen auf die Kreditaufnahme der Haushalte hatten. In den achtziger und neunziger Jahren wurden die Finanzmärkte in fast allen entwickelten Ländern dereguliert, wenn auch mit erheblichen Unterschieden im zeitlichen Ablauf und im Ausmass der Deregulierung. So könnte ein grosser Teil der Mehrverschuldung die Entwicklung von einem (aus der Sicht der Haushalte) suboptimalen Niveau der Fremdfinanzierung in der Zeit vor der Deregulierung zu einem höheren Niveau der Fremdfinanzierung widerspiegeln, bei dem es nicht mehr zu Liquiditätsbeschränkungen kommt. Dies dürfte den Haushalten eine bessere Konsumplanung über den gesamten Lebenszyklus ermöglicht haben.

... aber nicht ganz
verschwunden

Trotz der Deregulierung der Finanzmärkte haben die Kreditinstitute noch immer Regelungen, insbesondere für die Finanzierung von Wohneigentum, die für manche Haushalte weiterhin Liquiditätsbeschränkungen zur Folge haben. Kreditinstitute setzen meist eine Obergrenze für den Anteil des verfügbaren Einkommens fest, den ein Haushalt verwenden kann, um seinen Kredit zu bedienen – und damit auch für den Betrag, der aufgenommen werden kann. Dies bedeutet, dass die Höhe der Kreditkosten, abgesehen von der direkten Folge eines Rückgangs der Realzinsen – einer Verringerung der realen Fremdmittelkosten –, noch weitere Auswirkungen auf die Verschuldung der Haushalte haben kann: Bei gleichem Einkommen kann ein Haushalt infolge einer Senkung der Nominalzinssätze auch einen höheren Maximalbetrag bei einem Kreditinstitut aufnehmen (Stevens 1997 und Wadhvani 2002).

Höhere Verschul-
dung im Verhältnis
zum Einkommen als
mögliche Folge
geringerer
Inflation ...

Die Wirkungen von Inflation und Zinssätzen sind in Grafik 3 illustriert (s. auch Miles 1994, Bank of England 2002 und Reserve Bank of Australia 2003b). Angenommen, es wird eine Hypothek mit einer Laufzeit von 30 Jahren aufgenommen und während dieser Laufzeit mit konstanten Zahlungen bedient, so setzen sich diese bei einer Standardhypothek zunächst hauptsächlich aus Zinsen und relativ niedriger Tilgung zusammen; später nimmt der Anteil der Zinsen an der monatlichen Zahlung ab, während die Tilgungskomponente zunimmt.



Bei höheren Inflationsraten und dementsprechend höheren Nominalzinssätzen sind die Anfangszahlungen im Verhältnis zum Einkommen höher, spätere Zahlungen aber deutlich geringer. Der Nominalwert der Tilgungszahlungen bleibt konstant, doch der reale Wert nimmt rasch ab, da das Wachstum der nominalen Haushaltseinkommen höher ist. Bei niedrigeren Inflationsraten sind die anfänglichen Zahlungen zur Bedienung einer gleich hohen Hypothek im Verhältnis zum Einkommen geringer, gehen jedoch während der Laufzeit weniger rasch zurück, da auch der reale Wert der Schuld weniger rasch verfällt.⁵ Da die Inflationsraten und dementsprechend auch die nominalen Kreditzinsen gesunken sind, konnten die Haushalte bei einer gleich bleibenden Obergrenze für den Schuldendienst höhere Beträge aufnehmen.

... mit niedrigeren Zinssätzen und langsamer wachsenden Einkommen

Auch das Steuersystem hat einen Einfluss auf die Verschuldung der Haushalte, der je nach Inflationsrate unterschiedlich ist. In einer Anzahl von Ländern sind Zinszahlungen auf selbst genutztes Wohneigentum steuerlich absetzbar, und in manchen Fällen kann sogar der Kapitalbetrag teilweise geltend gemacht werden.⁶ In Ländern wie Finnland, Norwegen und Schweden trugen nach Steuern negative reale Zinssätze in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre zu einem rasanten Wachstum der Kreditaufnahme für Wohneigentum bei.

Das Steuersystem als weiterer Bestimmungsfaktor der Verschuldung

Auf das Verhältnis Verschuldung/Einkommen wirkt sich eine geringere Inflation in zweifacher Weise aus. Erstens erhöht sie den Zähler, da die Haushalte aufgrund der gesunkenen Nominalzinssätze mehr Fremdmittel aufnehmen. Zweitens verlangsamt sie das Wachstum der nominalen Haushaltseinkommen, sodass der nominale Wert der Schuld für den einzelnen Haushalt

⁵ In einem deflationären Umfeld könnte der Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen sogar steigen, da der reale Wert der Schuld steigt.

⁶ In Zehnergruppe (2003) werden die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Wohneigentum in den verschiedenen Ländern sowie ihre Auswirkungen auf die Preise von Wohneigentum und die Verschuldung der Haushalte beschrieben.

weniger schnell verfällt; dies erhöht wiederum das Verhältnis Verschuldung/Einkommen der Haushalte.

So lässt sich ein grosser Teil der beobachteten Mehrverschuldung der Haushalte mit der Kombination von rückläufigen Zinssätzen – sowohl real als auch nominal – und Deregulierung der Finanzmärkte erklären. Fallen z.B. die Zinssätze von 15% auf 7%, so sinkt die Wachstumsrate der nominalen Einkommen von 9% auf 4% (was in einigen Länder in den letzten 20 Jahren der Fall war), und die Haushalte nehmen Kredite so auf, dass die ersten Tilgungszahlungen 30% des Einkommens ausmachen. Hierdurch könnte sich die aggregierte Verhältniszahl Verschuldung/Einkommen der Haushalte mehr als verdoppeln (Reserve Bank of Australia 2003b). Barnes und Young (2003) zeigen in einer ähnlichen Untersuchung für die USA, dass sich die Zunahme der Verschuldung der Haushalte in den neunziger Jahren (nicht aber die in den achtziger Jahren beobachtete Zunahme) zu einem grossen Teil auf diese Faktoren zurückführen lässt.

Gesamtwirtschaftliche Folgen

Unabhängig davon, ob der Sektor der Haushalte „überschuldet“ ist, hat sein grösserer Fremdmittelbestand gesamtwirtschaftliche Folgen von einiger Tragweite. Hierzu zählt seine erhöhte Sensitivität gegenüber Veränderungen der Einkommen, Zinssätze und Immobilienpreise. Darüber hinaus kann sich der Prozess der Kapitalabschöpfung durch Höherbeileihung von Wohneigentum, der in den letzten Jahren ein kräftiges Wachstum des Konsums ermöglichte, in einigen Ländern umkehren.

Wie bereits erwähnt, hat sich die Verlangsamung der Inflation in zweifacher Weise auf die Verschuldung der Haushalte ausgewirkt. Erstens konnte aufgrund der geringeren Fremdmittelkosten eine grössere Zahl von Haushalten Kredite aufnehmen und/oder jeder Schuldnerhaushalt konnte im Durchschnitt höhere Beträge aufnehmen. So haben die aggregierten Schuldendienstkennzahlen in einigen Ländern derzeit trotz des Rückgangs der Zinssätze fast die Höchstwerte der letzten 20 Jahre erreicht. Zweitens verfiel der reale Wert der Darlehen (deren Betrag nominal festgelegt ist) nicht so rasch wie in der Vergangenheit. In späteren Jahren kann der Schuldendienst noch einen für betroffene Haushalte unerwartet hohen Anteil ihres Einkommens beanspruchen, sodass ihr konsumtiver Spielraum geringer ist als erwünscht. Die höhere aggregierte Verhältniszahl Verschuldung/Einkommen bedeutet, dass die Haushalte störanfälliger gegenüber wirtschaftlichen Schocks sein werden, und dies über längere Zeiträume als in der Vergangenheit.

Einbussen bei den Haushaltseinkommen

Der grösste und signifikanteste negative Schock für die Haushaltseinkommen ist die Arbeitslosigkeit. Eine höhere Verschuldung und höhere Schuldendienstverpflichtungen der Haushalte erhöhen ihre Sensitivität gegenüber einem Anstieg der Arbeitslosigkeit und verstärken die Auswirkungen negativer Schocks, von denen die Volkswirtschaft betroffen wird. Verschuldete Haushalte haben mehr Schwierigkeiten, in einer Zeit der Arbeitslosigkeit ihren

Grössere Sensitivität der Haushalte gegenüber ...

... Einkommens-einbussen, vor allem infolge von Arbeitslosigkeit ...

Schuldendienstverpflichtungen weiter nachzukommen, und werden eher zahlungsunfähig. Dies kann eine Häufung von Notverkäufen, die Wahrscheinlichkeit einer Abwärtsspirale bei den Immobilienpreisen und das Entstehen von „negativem Vermögen“ zur Folge haben (d.h. der Wert eines Hauses sinkt unter die ausstehende Hypothekenschuld). Solche Entwicklungen wären besonders unerwünscht, wenn die Ursache des Beschäftigungsschocks bereits einen Abwärtsdruck auf die Immobilienpreise bewirkt hätte. Die Finanzprobleme würden noch weiter verschärft, wenn der Anstieg der Arbeitslosigkeit mit höheren Zinssätzen einherginge, wie es zu Beginn der neunziger Jahre in Skandinavien und dem Vereinigten Königreich geschah. Aus damit verbundenen Gründen kann eine höhere Verschuldung der Haushalte in einem Konjunkturabschwung auch ihre Mobilität zum Zweck der Arbeitssuche einschränken.⁷

Zwar trifft Arbeitslosigkeit im Allgemeinen nur einen relativ kleinen Teil der Bevölkerung und ist die Überlappung der stärker von Arbeitslosigkeit bedrohten Haushalte mit den hoch verschuldeten Haushalten traditionell gering, doch ist heute die Wahrscheinlichkeit grösser, dass Haushalte von Arbeitslosigkeit betroffen werden, während sie noch einen signifikanten Anteil ihres Einkommens für den Schuldendienst aufwenden, weil sie längerfristige und höhere Schuldendienstverpflichtungen haben.

Rückläufige Immobilienpreise

Auch ohne Konjunkturabschwung bedeutet die höhere Verschuldung der Haushalte eine grössere Sensitivität des Sektors gegenüber Einbrüchen der Immobilienpreise, die zu negativem Vermögen führen. Ein solcher Einbruch könnte vor allem das Vertrauen der Verbraucher und die konsumtiven Ausgaben der Haushalte schwächen, und eine Umkehr der Kapitalabschöpfungen durch Höherbeleihung von Wohneigentum (s.u.) könnte die Situation erschweren. Dennoch muss es nicht zu vermehrter Finanznot der Haushalte kommen, da es hier in erster Linie auf deren Schuldendienstfähigkeit ankommt. Für diese wiederum ist nicht der Wert der Immobilien selbst entscheidend, sondern die Hypothekenzinssätze und die Haushaltseinkommen.

... rückläufigen Immobilienpreisen ...

Veränderungen der Zinssätze

Von Veränderungen der Zinssätze sind im Allgemeinen weit mehr Haushalte betroffen als von einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Für die Sensitivität des Sektors der Haushalte gegenüber Veränderungen der Zinssätze ist entscheidend, ob bei den Hypotheken die feste oder die variable Verzinsung überwiegt; hier bestehen zwischen den Ländern deutliche Unterschiede (Tabelle 1).⁸

... und Veränderungen der Zinssätze

⁷ Die Notwendigkeit, das Haus zu verkaufen, um die Hypothek zu tilgen, kann die Arbeitssuche an entfernten Arbeitsmärkten beträchtlich verteuern. Blanchard/Katz (1992) sowie Decressin/Fatas (1995) unterstreichen die Bedeutung der Mobilität für Arbeitnehmer in den USA und Europa. Gardner et al. (2001) und EZB (2003) untersuchen die Beziehung zwischen Wohneigentum und Mobilität der Arbeitnehmer.

⁸ S. ähnliche Erörterungen dieses Themas bei Miles (1994, 2003) und Financial Services Authority (2001).

Vorherrschende Verzinsungsart von Hypotheken			
Australien	Variabel	Italien	Gemischt
Belgien	Fest	Japan	Gemischt
Dänemark	Fest	Niederlande	Fest
Deutschland	Fest	Norwegen	Variabel
Finnland	Variabel	Schweden	Variabel
Frankreich	Fest	Schweiz	Variabel
Griechenland	Variabel	Spanien	Variabel
Irland	Variabel	Portugal	Variabel
Kanada	Fest	Verein. Königreich	Variabel
Österreich	Fest	USA	Fest

Quellen: Borio (1995), basierend auf der Mehrheit des Hypothekenbestands; EZB (2003). Tabelle 1

Darüber hinaus hängt sie davon ab, in welchem Masse die Haushalte die Veränderung der Zinssätze zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses vorhersehen konnten, d.h. ob die Veränderungen der Zinssätze als dem Konjunkturzyklus entsprechende, normale Schwankungen gesehen werden, oder ob es sich um einen Wandel des Zinsgefüges, d.h. eine massive Verschiebung in der Strukturkurve der Nominalzinsen handelt (z.B. von einem Hochzins- zu einem Niedrigzinsumfeld).

Eher geringere
Folgen bei festen
Hypothekenzinsen

In Ländern mit überwiegend festen Hypothekenzinsen wie Frankreich, Deutschland und den USA dürften konjunkturbedingte Bewegungen der Leitzinssätze theoretisch nur geringe Folgen für Hypotheken haben. Der Kreditzinssatz ist am engsten mit längerfristigen Zinssätzen und dadurch mit dem erwarteten durchschnittlichen Leitzinssatz während der gesamten Laufzeit der Hypothek verbunden.

Die Auswirkungen einer Veränderung der Zinssätze auf die Haushalte sind hier asymmetrisch. Eine Abwärtsbewegung der Zinssätze bedeutet einen Anreiz für die Schuldner, bestehende Hypotheken zu dem niedrigeren Zinssatz zu refinanzieren und durch die Verringerung des monatlichen Schuldendienstes das für andere (vor allem konsumtive) Zwecke verfügbare Haushaltseinkommen zu erhöhen. In welchem Masse dies eintritt, richtet sich nach den Refinanzierungskosten, die in Dänemark und den USA relativ gering sind, in anderen Ländern mit festen Hypothekenzinsen hingegen relativ hoch (s. Frankel et al. in diesem *BIZ-Quartalsbericht*). Eine Aufwärtsbewegung der Zinssätze betrifft Schuldner mit bestehenden Hypotheken nicht; ihre Auswirkungen beschränken sich auf Haushalte, die neue Hypotheken aufnehmen wollen, und werden in ihrem Umfang von dem aggregierten Verschuldungsgrad der Haushalte wenig beeinflusst.

Risiko bei Kredit-
instituten und
Pensionsfonds

Auch wenn eine Aufwärtsbewegung der Zinssätze die Haushalte möglicherweise nicht betrifft, kann sie spürbare Auswirkungen auf die Kreditinstitute haben, insbesondere wenn sie auf eine Periode folgt, in der viele Haushalte zu niedrigeren Zinssätzen refinanziert haben. Die Kreditinstitute müssen höhere Refinanzierungskosten tragen, doch da ihre Finanzanlagen überwiegend festverzinslich sind, steigen ihre Erträge aus diesen Anlagen

nicht mit den Zinssätzen. Allerdings bedeutet die zunehmende Verbriefung von Wohnbauhypotheken, dass auch Kreditinstitute gegen die Risiken eines Zinsanstiegs gesichert sein können; das Risiko liegt dann bei den Endinhabern des verbrieften Produkts – meist Pensionsfonds (IWF 2003). Letztlich bleibt das Risiko dennoch beim Sektor der Haushalte, doch da es durch Veränderungen im Wert der Renten übertragen wird, dürfte sich die Anpassung des Konsums weit weniger abrupt vollziehen. So dürfte die gesamtwirtschaftliche Wirkung geringer und/oder langsamer sein, als wenn die Haushalte das Zinsrisiko direkt trügen.

In Ländern mit überwiegend variablen Hypothekenzinsen wie Australien, Irland, Spanien und dem Vereinigten Königreich sind die Auswirkungen der höheren Verschuldung der Haushalte potenziell erheblich grösser. Variable Zinssätze sind direkter mit den Leitzinsen verbunden und folgen ihnen häufig im Verhältnis 1:1. In diesen Fällen tragen nicht die Kreditinstitute, sondern die Schuldnerhaushalte direkt das Risiko der Zinsschwankungen.

Wie gross die Auswirkungen sind, hängt auch hier davon ab, ob die Bewegung der Zinssätze eine dem Konjunkturzyklus entsprechende, normale Schwankung ist, oder ob sie eine Veränderung des gesamten Zinsgefüges darstellt. Veränderungen der Leitzinsen sind weniger folgenschwer, wenn die Haushalte den variablen Zins so betrachten, als wäre er für die Laufzeit des Darlehens effektiv fest, und wenn die Zinssätze während dieser Laufzeit tatsächlich innerhalb der von den Haushalten erwarteten Schwankungsbreite bleiben.⁹ Hat der Zinssatz z.B. einen konjunkturellen Tiefpunkt erreicht, können Haushalte die durch den zeitweilig geringeren Schuldendienst frei werdenden Mittel ansparen, wobei der Konsum relativ wenig betroffen ist. Ein einfacher Weg des Sparens in solchen Situationen besteht darin, den Betrag des monatlichen Schuldendienstes konstant zu halten, sodass das Darlehen rascher als erforderlich getilgt wird. Dieses bei niedrigen Zinssätzen angelegte Zahlungspolster ermöglicht dem Haushalt darüber hinaus eine weiterhin konstante Bedienung der Hypothek, wenn die Zinssätze steigen, sodass auch hier die Auswirkungen auf den Konsum abgeschwächt werden.

Wird eine Abwärtsbewegung der Zinssätze als dauerhaft angesehen, so können Haushalte sich entscheiden, weitere Fremdmittel aufzunehmen und/oder ihre Ausgaben für Wohneigentum oder andere Formen des Konsums zu erhöhen. Von einer dauerhaften Aufwärtsbewegung der Schuldzinsen sind zunächst nur diejenigen Schuldner betroffen, die nur das erforderliche Minimum an Zahlungen leisten. Da sie kein Zahlungspolster angelegt haben, bedeutet die Zinsanhebung eine direkte Erhöhung ihrer monatlichen Zahlungsverpflichtung und eine Verringerung ihres Konsums in etwa gleicher Höhe. Je weiter die Zinssätze steigen, desto mehr Haushalte erschöpfen ihr Zahlungspolster, sodass die Auswirkungen auf den Konsum immer spürbarer werden.

Nach dem Rückgang der Zinssätze im Lauf der letzten rund zehn Jahre ist es möglich, dass viele verschuldete Haushalte einen „Vorsprung“ bei der

Variable Verzinsung: Risiko bei den Haushalten

Möglichkeiten für die Haushalte, die Auswirkungen aufzufangen ...

⁹ Miles (2003) erörtert Anzeichen für die Erwartung der Haushalte, dass der variable Zinssatz vom Zeitpunkt des Vertragsabschlusses während der gesamten Laufzeit der Hypothek gleich bleibt, selbst wenn er nur einen konjunkturellen Tiefstand darstellt.

Bedienung ihrer Hypothek haben, deren Laufzeit somit verkürzt wird. Sollten die Zinssätze erheblich steigen, wären die Auswirkungen auf den Konsum darum geringer, als die höhere aggregierte Verschuldung der Haushalte vermuten liesse. Dieser Möglichkeit steht die Tatsache gegenüber, dass viele Haushalte neue Darlehen zu den niedrigeren Zinsen der letzten Jahre aufgenommen haben und in manchen Fällen das niedrige Zinsniveau genutzt haben, um die Darlehenssumme zu erhöhen, vor allem für eine grössere Behausung.

... doch grössere Sensitivität gegenüber Zinsänderungen

In Ländern mit überwiegend variablen Hypothekenzinsen dürfte die Mehrverschuldung der Haushalte somit die Wirksamkeit geldpolitischer Massnahmen verstärkt haben. Die Wirkung kann durchaus mehr oder weniger symmetrisch sein. Allerdings wird das Ausmass dieser Verstärkung umso geringer, je mehr die Haushalte variable Hypothekenzinsen als für die Laufzeit des Darlehens effektiv fest betrachten.

Abschöpfung von Immobilienkapital

Zunehmende Tendenz zur Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum

Ein makroökonomisch folgenreicher Aspekt der Mehrverschuldung der Haushalte ist die zunehmende Tendenz der Haushalte, Kapital aus ihrem Wohneigentum abzuschöpfen, um ihren Konsum oder den Erwerb anderer Vermögenswerte zu finanzieren. Dieser Prozess hat in den letzten Jahren in einigen Ländern erheblich zur Stärkung des Konsums beigetragen, insbesondere in den USA, dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden, Australien und Irland. In den Niederlanden, wo er für einen gewissen Zeitraum ein kräftiges Wachstum ermöglicht hatte, hat sich dieser Prozess vor kurzem umgekehrt. Ein signifikanter Rückgang der Kapitalabschöpfung hat die Konjunktur in den letzten beiden Jahren erheblich geschwächt (De Nederlandsche Bank 2003).

Die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum lässt sich als Differenz zwischen der Nettobeleihung von Wohneigentum und den Aufwendungen der Haushalte für Wohneigentum messen. Letztere können dem Erwerb von neuem oder Verbesserungen an bestehendem Wohneigentum dienen (Renovierung u.ä.). Die Haushalte schöpfen insgesamt Kapital aus ihrem Wohneigentum ab, wenn die Beleihung von Wohneigentum höher ist als die Aufwendungen für Wohneigentum, und führen Kapital zu, wenn die Aufwendungen für Wohneigentum höher sind als die Beleihung von Wohneigentum.

Wohneigentum leichter zu beleihen

Die Möglichkeiten der Haushalte, Kapital abzuschöpfen, sind durch die grössere Verfügbarkeit von Produkten wie Wohnimmobilienkrediten und die geringeren Transaktionskosten für die Nutzung dieser Produkte erheblich erweitert worden. Manche Produkte bieten Haushalten effektiv eine revolving-Kreditlinie, die mit dem Haus besichert wird. Dies hat die Fähigkeit der Haushalte gestärkt, vorübergehende Einkommenseinbussen auszugleichen; darüber hinaus können sie in Erwartung künftiger Einkommenssteigerungen besser Kredit aufnehmen, indem sie ihr Haus als Sicherheit einsetzen, sodass Liquiditätsbeschränkungen deutlich geringer werden.¹⁰

¹⁰ Ob ein Anstieg der Immobilienpreise das Nettovermögen der privaten Haushalte erhöht, ist fraglich. Zwar vermehrt ein solcher Anstieg das Vermögen der aktuellen Hauseigentümer,

Das abgeschöpfte Kapital kann für eine Vielzahl von Zwecken verwendet werden: vermehrte konsumtive Ausgaben für Gebrauchs- und Verbrauchsgüter sowie Dienstleistungen; die Tilgung von Verbindlichkeiten anderer Art; den Erwerb anderer Vermögenswerte, z.B. Aktien oder Bankeinlagen usw. Da die Zinssätze für mit Wohneigentum besicherte Darlehen generell niedriger sind als bei allen anderen Formen der Kreditaufnahme der privaten Haushalte, besteht auch ein starker Anreiz, Verbindlichkeiten anderer Art in ihrer Hypothek zu konsolidieren. Vor allem kann abgeschöpftes Kapital verwendet werden, um den Konsum von Gebrauchsgütern zu finanzieren, der andernfalls zu wesentlich höheren Zinsen als den Hypothekenzinsen finanziert würde.¹¹

Die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum hat in den Ländern, in denen sie verstärkt aufgetreten ist, sowohl den Konsum als auch die Wohnbauinvestitionen angekurbelt. In Australien dürfte sie die verfügbaren Einkommen und folglich den Konsum der Haushalte in jedem der letzten vier Jahre um etwa 1% erhöht haben (Reserve Bank of Australia 2003a); im Vereinigten Königreich und den USA erhöhte sie die Haushaltseinkommen im Jahr 2000 um über 2% (Davey 2001 und Deep/Domanski 2002).¹² Bei der Umkehr dieses Prozesses in den Niederlanden dürfte die negative Kapitalabschöpfung das Wachstum des Konsums der Haushalte in den Jahren 2001 und 2002 um jeweils rund 0,5% geschmälert haben, nachdem die positive Kapitalabschöpfung es im Jahr 2000 um 1% erhöht hatte (De Nederlandsche Bank 2003).

Doch um den Konsum weiterhin zu stärken, muss die Summe des abgeschöpften Kapitals in jeder Periode weiter steigen. Die Kapitalabschöpfung muss also stetig zunehmen, um das Wachstum des Konsums aufrechtzuerhalten; bleibt sie nur konstant, geht das Wachstum des Konsums infolge der entsprechend geringeren Erhöhung der Einkommen zurück.

In jüngster Zeit erfolgte die Kapitalabschöpfung in einem Umfeld steigender Immobilienpreise. Obwohl noch Kapital in beträchtlichem Umfang vorhanden ist und abgeschöpft werden könnte, wäre es im Fall stagnierender oder rückläufiger Immobilienpreise auch möglich, dass die Haushalte weniger Kapital abschöpfen oder ihrem Wohneigentum sogar wieder Kapital zuführen. Die Steigerung der Haushaltseinkommen und des Konsums infolge der Kapitalabschöpfung könnte sich also verringern oder möglicherweise sogar umkehren,

Kapitalabschöpfung erhöht verfügbares Einkommen und Konsum ...

... jedoch sensitiv gegenüber lang-samerem Wachstum der Preise für Wohneigentum

doch dem steht ein entsprechender Anstieg der impliziten Mietkosten gegenüber. Innerhalb des Sektors findet eine Umverteilung von Vermögen zwischen aktuellen Hauseigentümern einerseits und Mietern und künftigen Hauseigentümern andererseits statt. Dass allgemein eine positive Wirkung steigender Immobilienvermögen auf den Konsum festgestellt wird, mag darauf zurückzuführen sein, dass Immobilien bei Liquiditätsengpässen auch als Sicherheit für die Mittelbeschaffung eingesetzt werden können.

¹¹ Nach Schätzungen von Canner et al. (2002), die den Begriff der Kapitalabschöpfung etwas anders fassen, wurde 2001 und 2002 in den USA rund ein Viertel des Kapitals, das durch Hypothekenrefinanzierungen mit Höherbeleihung von Wohneigentum abgeschöpft wurde, zur Tilgung anderer Verbindlichkeiten eingesetzt (dies betraf allerdings über die Hälfte aller Refinanzierungstransaktionen); 16% flossen in den Konsum einschliesslich Gebrauchsgüter wie Automobile, 10% wurden in Aktien oder andere Finanzanlagen investiert, 10% in Unternehmen oder andere Immobilien und ein Drittel in Unterhalts- und Ausbaumassnahmen im Wohnbereich.

¹² S. die Ausführungen von McConnell et al. (2003) über die jüngsten Erfahrungen in den USA.

wenn die Haushalte ihre Erwartungen hinsichtlich der Immobilienpreise revidierten.

Zusammenfassung

Der Anstieg der Verschuldung der Haushalte in den letzten 20 Jahren ist eine Reaktion der Haushalte auf gesunkene Zinssätze und bedeutet einen Abbau von Liquiditätsbeschränkungen. Hierdurch dürften die Haushalte eine bessere Verteilung des Konsums über ihre Lebenszeit erreicht haben. Andererseits hat die Mehrverschuldung die Sensitivität des Sektors der Haushalte gegenüber Veränderungen der Zinssätze, Einkommen und Immobilienpreise verstärkt. Dies gilt insbesondere für Länder mit überwiegend variablen Hypothekenzinsen, wo die Haushalte das Risiko der Leitzinsschwankungen tragen. In Ländern mit mehr festverzinslichen Hypotheken sind die Haushalte von Veränderungen der Leitzinsen nicht direkt betroffen; stattdessen liegt das Risiko bei dem Endinhaber einer verbrieften Hypothek. Dadurch werden die gesamtwirtschaftlichen Folgen der Mehrverschuldung etwas abgeschwächt. Wenn die Zentralbanken diese umfangreicheren Wirkungen bei ihren Beschlüssen über die Leitzinsen berücksichtigen, könnte die Amplitude von Leitzinszyklen (*ceteris paribus*) kleiner sein als in der Vergangenheit.

Dass die Mehrverschuldung der Haushalte selbst einen negativen Schock in der Volkswirtschaft auslöst, ist unwahrscheinlich. Ihre wichtigste makroökonomische Folge wird eher in der Verstärkung von Schocks bestehen, die andere Ursachen haben, insbesondere wenn sie sich auf die Haushaltseinkommen auswirken wie vor allem ein Anstieg der Arbeitslosigkeit. Darüber hinaus hängen die makroökonomischen Auswirkungen der Mehrverschuldung davon ab, wie die Verschuldung innerhalb des Sektors der Haushalte verteilt ist; bedauerlicherweise ist hierüber weniger bekannt.

Ein hiermit verbundenes Phänomen ist die zusätzliche Beleihung von Wohneigentum durch Schuldner bestehender Hypotheken, die der Konsumfinanzierung dient. Dies hat dazu beigetragen, den Konsum während des jüngsten, weltweiten Konjunkturabschwungs aufrechtzuerhalten. Allerdings zeigt die Erfahrung der Niederlande, dass eine Verlangsamung oder Umkehrung dieses Prozesses als mögliche Folge einer Wachstumsschwäche der Immobilienpreise auch negative makroökonomische Wirkungen von einiger Tragweite haben kann.

Bibliografie

Ando, A. und F. Modigliani (1963): „The life-cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests“, *American Economic Review*, Vol. 53, S. 55–84.

Bank of England (2002): „Structural factors affecting house prices“, *Inflation Report*, August, S. 8–9.

Barnes, S. und G. Young (2003): „The rise in US household debt: assessing its causes and sustainability“, *Bank of England Working Paper*, Nr. 206.

- Blanchard, O. und L. Katz (1992): „Regional evolutions“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1992, Nr. 1, S. 1–61.
- Borio, C. (1995): „The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison“, *BIS Working Papers*, Nr. 24.
- Canner, G., K. Dynan und W. Passmore (2002): „Mortgage refinancing in 2001 and early 2002“, *Federal Reserve Bulletin*, Dezember, S. 469–481.
- Davey, M. (2001): „Mortgage equity withdrawal and consumption“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Frühjahr, S. 100–104.
- Decressin, J. und A. Fatas (1995): „Regional labor market dynamics in Europe“, *European Economic Review*, Vol. 39, Nr. 9, S. 1627–1655.
- Deep, A. und D. Domanski (2002): „Immobilienmarkt und Wirtschaftswachstum: Lehren aus dem Refinanzierungsboom in den USA“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 42–51.
- Dynan, K., K. Johnson und K. Pence (2003): „Recent changes to a measure of U.S. household debt service“, *Federal Reserve Bulletin*, Oktober.
- Europäische Zentralbank (2003): *Structural factors in the EU housing markets*, Working Paper, März.
- Financial Services Authority (2001): „Choosing a mortgage: report of a research review and qualitative research on the mortgage buying process“, *Consumer Research* 8, Juni.
- Gardner, G., G. Pierre und A. Oswald (2001): *Moving for job reasons*, Mimeo, Department of Economics, University of Warwick.
- Gjedrem, S. (2003): „Financial stability, asset prices and monetary policy“, Norges Bank, *Economic Bulletin*, Juli.
- HM Treasury (2003): „Housing, consumption and EMU“, *WWU-Studie*.
- Internationaler Währungsfonds (2003): *Global Financial Stability Report*, September.
- Kearns, A. (2003): „Mortgage arrears in the 1990s: lessons for today“, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, *Quarterly Bulletin*, Herbst.
- Macfarlane, I. (2003): „Do Australian households borrow too much?“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, April, S. 7–16.
- McConnell, M., R. Peach und A. Al-Haschimi (2003): „After the refinancing boom: will consumers scale back their spending?“, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Dezember, S. 1–7.
- Miles, D. (1994): „Fixed and floating-rate finance in the United Kingdom and abroad“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Februar, S. 34–45.
- (2003): „The UK mortgage market: taking a longer-term view. Interim Report. Information, incentives and pricing“, im Auftrag des britischen Schatzamts erstellter Bericht.

- De Nederlandsche Bank (2003): „Financial behaviour of Dutch households“, *Quarterly Bulletin*, September, S. 39–50.
- Nickell, S. (2003): „Two current monetary policy issues“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter.
- Reserve Bank of Australia (2003a): „Housing equity withdrawal“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Februar, S. 1–5.
- (2003b): „Household debt: what the data show“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, März, S. 1–11.
- Stevens, G. (1997): „Some observations on low inflation and household finances“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Oktober, S. 38–47.
- Tucker, P. (2003): „Credit conditions and monetary policy“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Herbst.
- Wadhvani, S. (2002): „Household indebtedness, the exchange rate and risks to the UK economy“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Sommer.
- Zehnergruppe (2003): *Turbulence in asset prices: the role of micro policies*, Bericht der „Contact Group on Asset Prices“.

