



## Subprime II oder Panikmache?

**AUTOR**

Patrick Franke  
Telefon: 0 69/91 32-47 38  
research@helaba.de

**REDAKTION**

Dr. Stefan Mitropoulos

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

**Helaba**

Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

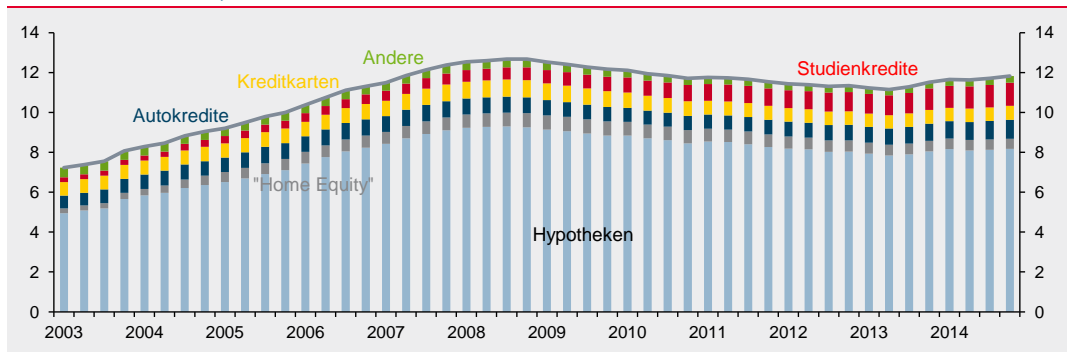
- Sorgen über die Verschuldung der privaten Haushalte sind derzeit deplatziert. Zwar wird das sehr hohe Tempo des Konsums im Q3 nicht nachhaltig sein. Die Ausgaben der privaten Haushalte dürften aber weiter das Wachstum stützen.
- Studien- und Autokredite weisen andere Trends auf als der Rest der Verbindlichkeiten der Konsumenten. Auf der Makroebene gibt es aber bislang wenig Anlass zur Sorge – hier entsteht kein „Subprime II“.
- Sollte es zu Fehlentwicklungen kommen, wäre nicht zuletzt die Nullzinspolitik der Fed dafür verantwortlich, die eine Einladung zur immer höheren Verschuldung darstellt.

Gerade wenn man denkt, dass angesichts der hohen Dynamik am Arbeitsmarkt, der positiven konjunkturellen Impulse von der billigeren Energie und des abnehmenden Störfeuers aus Washington – schon lange keine fiskalische Krise à la „fiscal cliff“ mehr gehabt – die Zuversicht für die US-Wirtschaft zunehmen könnte, kommen Pessimisten mit einem alten Argument um die Ecke: der angeblich problematischen Verschuldung der privaten Haushalte.

Es bleibt rätselhaft, warum manche Journalisten, die sonst jede kleinste Bewegung des volatilen Verbrauchervertrauens als klares Signal für einen Boom oder eine Rezession interpretieren, nun – da das Konsumentenvertrauen auf einem 10-Jahres-Hoch liegt – Beiträge senden unter der Überschrift „Verbraucher werden vorsichtiger“. Aber wie oft hat das medial aufgebauschte Thema einen realen Kern. Die Schuldenbelastung der Haushalte ist natürlich deutlich niedriger als vor der Krise, nicht nur wegen der niedrigen Zinsen, sondern auch weil der Schuldenstand relativ zu den Einkommen deutlich gefallen ist. Die aktuellen Sorgen entzünden sich aber an zwei Subkomponenten der Schulden: den Studien- und Autokrediten. Der Anteil der Studienkredite hat sich von 2003 bis Ende 2014 von gut 3 % auf 10 % der Gesamtschulden erhöht. Sie sind damit heute wichtiger als die Kreditkartenschulden. Zudem steigt hier im Gegensatz zu allen anderen Komponenten die Zahlungsverzugsrate. Bei den Autokrediten ist der Anteil an der Gesamtverschuldung zwar mit rund 8 % stabil. Die Zahl der Kreditnehmer ist aber von 2012 bis 2014 um fast 12 Mio. gestiegen – auf Kosten der durchschnittlichen Kreditqualität. Wir werfen daher einmal einen Blick auf die aktuelle Lage in diesen Segmenten und untersuchen, ob sie einen nennenswerten Effekt auf die US-Wirtschaft haben könnte.

### Hypotheken dominieren die Verbindlichkeiten der Haushalte nach wie vor

Ausstehende Schulden der privaten Haushalte am Quartalsende, Billionen Dollar



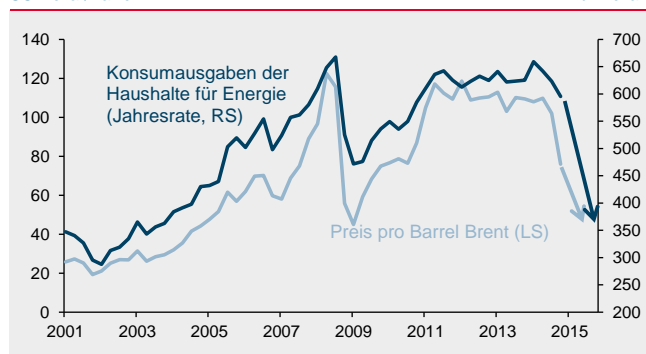
Quellen: New York Fed, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Ölpreis entlastet massiv

US-Dollar/Barrel

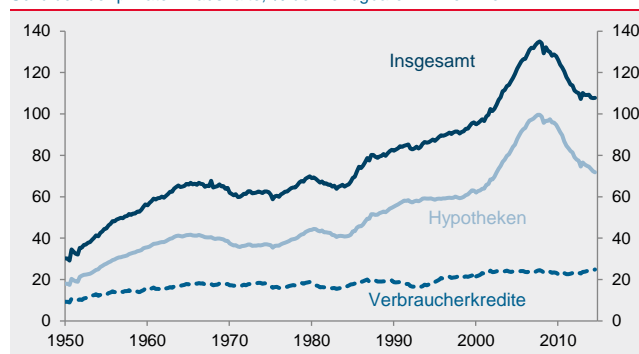
Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Schulden: Über den Berg

Schulden der privaten Haushalte, % der verfügbaren Einkommen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Viel Lärm um nichts?

Zunächst: Es gibt keinen Anlass zur Sorge über „den US-Konsumenten“. Er/sie profitiert derzeit von massivem Rückenwind seitens der Energiepreise. Auf Jahr hochgerechnet, ergibt sich aus dieser Richtung ein entlastender Effekt im Umfang von bis zu 250 Mrd. Dollar oder 2 % der Einkommen. Darüber hinaus kommen die Haushalte noch immer in den Genuss rekordniedriger Zinsen – Schulden sind damit leichter zu tragen als jemals zuvor. Auch das Nettovermögen im Verhältnis zu den Einkommen war nie höher – mit Ausnahme der Jahre unmittelbar vor der Krise. Der Schuldenstand – vor der Krise vor allem von den Hypotheken nach oben getrieben – ist im Verhältnis zu den verfügbaren Einkommen zu seinem langfristigen Trend zurückgekehrt.

### Nicht „Subprime – die Fortsetzung“!

Gibt es vielleicht dennoch Fehlentwicklungen, die zu einem Problem werden könnten? Werfen wir zunächst einen Blick auf die Studienkredite. 2013 hatten rund 40 % der „jungen Familien“ (Haushaltsvorstand unter 40) einen ausstehenden Studienkredit, deutlich mehr als noch 2001 (22 %). Dabei handelte es sich 2013 allerdings in zwei Dritteln der Fälle um Studienkredite unter \$25.000. Der Medianwert lag bei nur \$17.000. Die Zahl der Haushalte mit Studienkrediten in wirklich problematischer Höhe bleibt also vergleichsweise gering.

Kein echter „Markt“ für Studienkredite

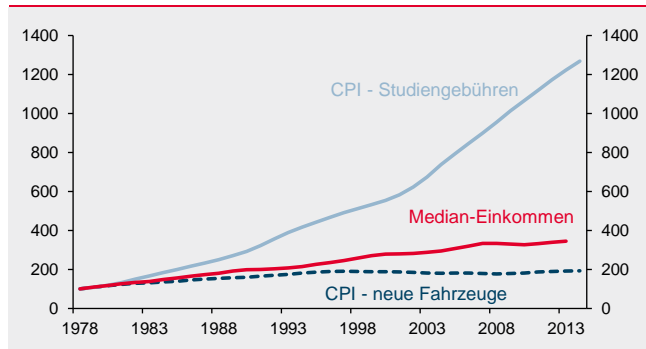
Die isolierte Analyse dieser einen Kreditart ist zudem nur eingeschränkt aussagekräftig. So ist denkbar, dass Haushalte zuletzt verstärkt andere Arten von Krediten durch vermehrte Nutzung von Studienkrediten substituiert haben. Vor allem im Vergleich mit Kreditkarten sind diese nicht nur deutlich günstiger, der Kreditnehmer profitiert zudem von gestundeten Rückzahlungsfristen und Zinssubventionen. Überhaupt haben die staatlichen Interventionen auf diesem Sektor einen Umfang angenommen, der zu spürbaren Marktverzerrungen führt. So stellt sich die Frage, ob es wirklich das Verhalten der Haushalte oder der Banken ist, das für die gestiegene Bedeutung dieser Kredite verantwortlich ist, oder die Politik. Ein klarer Treiber der verstärkten Schuldenfinanzierung ist sicher die exorbitante Entwicklung der Studiengebühren. Die Median-Einkommen der Haushalte haben nicht annähernd mit den rapide gestiegenen Preisen für Universitätsbildung mithalten können. Dies könnte eine verstärkte Kreditaufnahme zur Studienfinanzierung ebenso erklären wie eine mögliche soziale Verbreiterung des Studienzugangs: Wenn heute mehr Studenten aus „einfachen Verhältnissen“ an den Universitäten studieren als früher, würden zwangsläufig weniger Studenten auf das Vermögen ihrer Eltern zur Finanzierung des Studiums zurückgreifen können.

Hinzu kommt, dass Universitätsausbildung nie so wertvoll war wie heute. Ein kreditfinanziertes Studium kann als Investition also sehr sinnvoll sein, vor allem im aktuellen Niedrigzinsumfeld. Rund 70 % der ausstehenden Schulden lagen 2013 bei Haushalten, in denen der Kreditnehmer sein Studium erfolgreich mit einem Bachelor (oder mehr) abgeschlossen hatte. Diese Abschlüsse lassen meist ein hohes Verdienstpotezial erwarten, vor allem relativ zu jemandem, der nur die High School absolviert hat. Unter allen Gruppen (mit und ohne erfolgreichen Abschluss) dominiert

zudem die Belastung aus anderen Schuldenarten (z. B. Kreditkarten/Hypotheken), bei den Kreditnehmern mit Bachelor oder mehr sogar im Verhältnis 4:1. Studienkredite sind für diese Haushalte also eine recht überschaubare Belastung.

## Studiengebühren sind explodiert

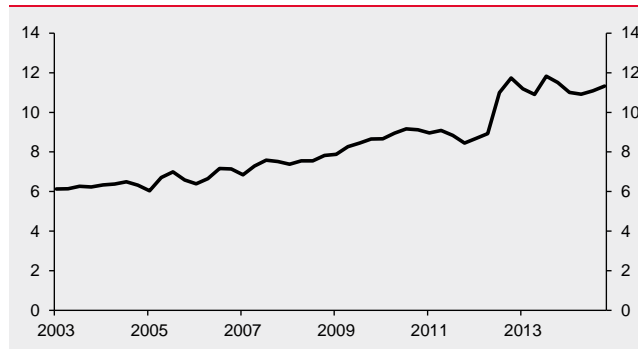
Index, 1978 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Gegen den Trend

Anteil der Studienkredite, die mehr als 90 Tage im Zahlungsverzug sind, %



Quellen: New York Fed, Helaba Volkswirtschaft/Research  
Anstieg 2012 durch eine gesetzliche Änderung bedingt

Beim Volumen der Autokredite ist ein klarer Aufwärtstrend zu beobachten, vor allem bei Kreditnehmern mit schlechten Risiken. Allerdings zeigt eine Analyse der Equifax-Creditscores der Schuldner, dass der Anteil der schlechten Risiken unter den neu vergebenen Krediten mit knapp 25 % zwar hoch ist, aber noch unter den Vorkrisen-Werten von 25 % bis 30 % liegt. Panikerweckende Zuwachsraten (+93 %!) lassen sich nur dadurch generieren, dass man als Vergleichszeitpunkt exakt den Tiefpunkt der Krise 2009 wählt. Verglichen mit den Jahren vor der Krise war die Vergabe von Subprime-Autokrediten absolut betrachtet bis zuletzt sogar deutlich niedriger.

Im Gegensatz zu den Kosten eines Universitätsstudiums ist der Verbraucherpreisindex (CPI) für Autos merklich weniger gestiegen als die Median-Einkommen. Allerdings schlägt sich hier beim CPI die Qualitätsbereinigung nieder, die den Preisanstieg dämpft. Unbestritten ist ein Pkw von heute einem Fahrzeug von 1978 haushoch überlegen. Um zu überprüfen, ob man für ein Mittelklassemodell heute relativ zum Median-Einkommen mehr oder weniger ausgeben muss als 1978 (und ob die Aufnahme eines Kredites deshalb aus dieser Sicht wichtiger geworden ist), müsste man aber tatsächliche Listenpreise von damals mit denen von heute vergleichen.

### Unterschiede zwischen Autokrediten und Hypotheken

Der Markt für Autokredite insgesamt ist auch heute noch deutlich kleiner als es der (Subprime)-Hypothekenmarkt vor der Blase war. Das Volumen an ausstehenden Hypotheken beträgt rund das Zehnfache der Autokredite. Viele Ingredienzien der Subprime-Blase fehlen hier. So konnte es zu der damaligen Fehlentwicklung nicht zuletzt deshalb kommen, weil die Kreditgeber von immer weiter steigenden Hauspreisen ausgingen – so dass selbst im Default-Fall von einem Verkaufsgewinn ausgegangen wurde. Hingegen wird bei Autokrediten nach der Erstzulassung stets ein spürbar fallender Wert unterstellt. Die verlangten Zinsen reflektieren dies und sind entsprechend hoch. Zudem gibt es auf diesem Markt – wie bei den Kreditkarten – ein seit langem etabliertes Segment mit schlechter Bonität. Der Autokredit ist sozusagen schon immer ein Standardinstrument gewesen, in dem Schuldner mit einem schlechten Creditrating sehr aktiv waren. Die Gläubiger haben entsprechend Erfahrung – was auf dem Markt für Subprime-Hypotheken nicht der Fall war. Letztlich sind Autos als Sicherheit auch erheblich einfacher zu beschlagnahmen und weiterzuverkaufen als Häuser.

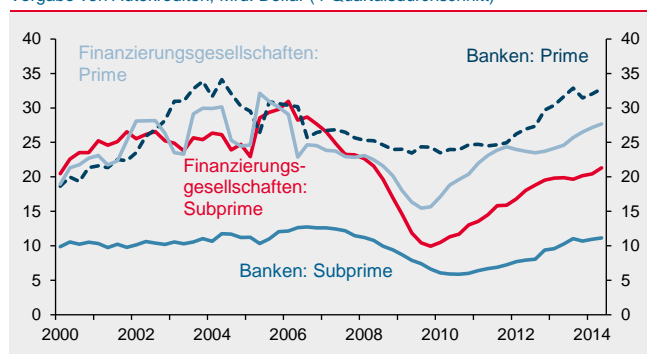
Die Vergabe von riskanten „Subprime“-Autokrediten ist schließlich sehr stark konzentriert auf die Finanzarme („Banktöchter“) der großen Automobilhersteller. Diese waren schon immer sehr „Subprime“-lastig – der Löwenanteil ihrer Kredite ging bereits in der Vergangenheit an Haushalte mit einem Equifax-Creditscore unter 660.<sup>1</sup> Hingegen macht diese Kreditnehmergruppe bei Banken und

<sup>1</sup> Dieser hat eine numerische Bandbreite von 280 bis 850, wobei höhere Werte eine bessere Bonität anzeigen.

Credit Unions den kleinsten Anteil der Abnehmer für Autokredite aus. Eine konjunkturelle Eintrübung mit steigender Arbeitslosigkeit – wenn sie irgendwann einmal kommt – würde hier die Ausfallraten sicher steigen lassen, die US-Banken aber weniger stark treffen als die Automobilbranche oder spezielle Auto-Finanzierungshäuser, wie sie manche ausländische Institutionen in den USA betreiben. Auch die „normalen“ Banken haben ihre Vergabekriterien für Autokredite laut dem „Senior Loan Officer Survey“ der Fed zuletzt gelockert. Da die nach Unterkategorien differenzierten Daten erst seit 2011 vorliegen, ist unklar, wie stark sie vorher zwischen 2008 und 2009 gestrafft worden sind. In den vergangenen Jahren wurden die Standards für diese Kreditart jedenfalls auf breiterer Basis gelockert als die für andere Konsumentenkredite oder für Kreditkarten. Zuletzt blieben die Standards für alle Typen jedoch weitgehend unverändert.

### Risiken nicht in den Banken konzentriert

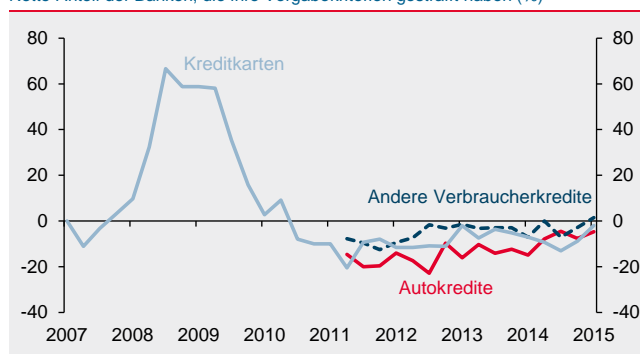
Vergabe von Autokrediten, Mrd. Dollar (4-Quartalsdurchschnitt)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research. Subprime: Equifax-Creditscore unter 660. Prime: über 660. Banken = Banken und Credit Unions.

### Überproportional gelockerte Vergabekriterien

Netto-Anteil der Banken, die ihre Vergabekriterien gestrafft haben (%)\*



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research  
\* Senior Loan Officer Survey, in den letzten drei Monaten.

Zu starke Kreditvergabe ist zudem eine geradezu zwangsläufige Folge, wenn die Notenbank den Leitzins zu lange zu niedrig hält. Der Anreiz zu zusätzlicher Verschuldung ist ja der wichtigste Transmissionsmechanismus, mit dem die Geldpolitik die Realwirtschaft beeinflusst. Insofern wäre es die Krönung der Inkonsequenz, gleichzeitig eine Kreditblase zu beklagen und die zögerliche Haltung der Fed hinsichtlich der Zinswende zu begrüßen.

### Ausblick für den Konsum hängt am Arbeitsmarkt

Auf die Gefahr hin, uns zu wiederholen: Die mit Abstand wichtigste Determinante des privaten Konsums sind die verfügbaren Einkommen. Dreht der Staat nicht merklich an der Steuerschraube, so sind die Arbeitseinkommen der zentrale Faktor. Sie werden von zwei Größen bestimmt: der Beschäftigungsentwicklung und dem Lohnanstieg. Angesichts rund 1 Mio. neuer Stellen in den letzten drei Monaten des Jahres 2014 kann man über den Stellenaufbau derzeit offensichtlich nicht meckern. Die Lohnentwicklung ist aber auf Stundenbasis noch vergleichsweise verhalten.<sup>2</sup> Da sich die durchschnittliche Wochenarbeitszeit aber derzeit tendenziell verlängert, steigen die Wochen-einkommen stärker als die Stundenlöhne. Selbst bei letzteren hat die Dynamik in den vergangenen Jahren zugenommen und als nachlaufender Indikator dürfte sich dieser Trend 2015 fortsetzen. Mit gut 2 % ist der Anstieg der Stundenlöhne zwar niedriger als in den Boomjahren. Allerdings erwartet auch niemand eine Rückkehr der realen Konsumzuwächse der Vorkrisenzeit (3 %).

Niedrige Teuerung stützt  
den realen Konsum

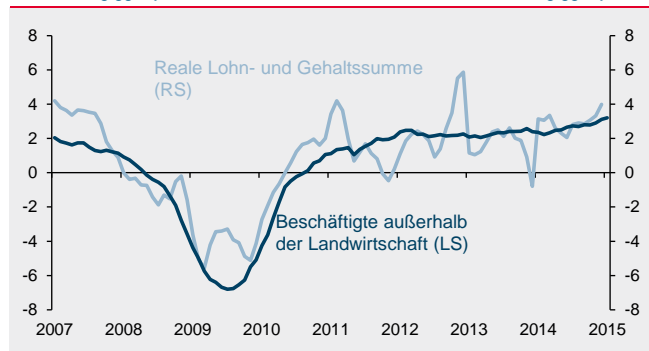
Der reale Konsum hängt nicht nur von den nominalen Einkommen ab, sondern auch von der Teuerungsrate. Wenig überraschend gibt es eine recht hohe negative Korrelation zwischen dem Zuwachs der realen Konsumausgaben und der Teuerungsrate. Vor dem Hintergrund der schon angesprochenen Entlastung bei den Energiepreisen bläst da aktuell ein kräftiger Rückenwind für den Konsum. Zwar wird die Inflationsrate im Jahresverlauf wieder anziehen. Die höhere Teuerung 2016 ist aber in unserer Prognose für den realen Konsum von 2 % bis 2,5 % bereits berücksichtigt.

<sup>2</sup> Für mögliche Erklärungsansätze siehe unser USA Aktuell „Prognose Update: Wann geht es los?“ vom 11. Februar 2015.

## Arbeitsmarkt gibt die Richtung vor

Veränderung gg. Vj. in Mio.

Veränderung gg. Vj. in %

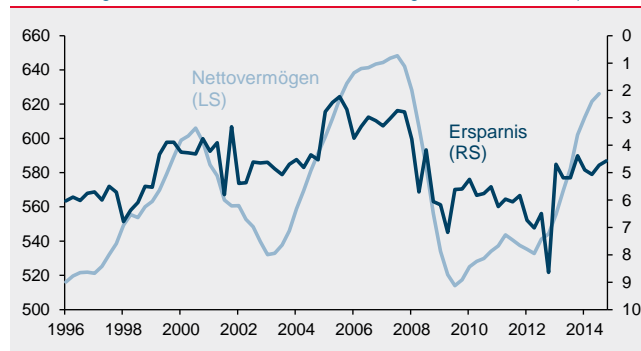


Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Hohes Vermögen, „normale“ Sparquote

% des verfügbaren Einkommens

% des verfügbaren Einkommens (invertiert)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der dritte wichtige Bestimmungsfaktor des Konsums ist schließlich die Konsumquote, d.h. der Anteil ihres Einkommens, den die Haushalte ausgeben (quasi die Inverse der Sparquote). „Vor-sichtige“ Haushalte sparen mehr. Sie sparen aber auch mehr, wenn es kurzfristige „windfalls“ gibt, wie Steuersenkungen oder plötzliche Entlastungen bei den Energiepreisen. Da diese voraussichtlich nur vorübergehend sind, werden rationale Entscheider nur einen Teil des zusätzlich verfügbaren Realeinkommens kurzfristig ausgeben. Dies steht hinter dem leichten Anstieg der Sparquote im Dezember 2014.

### Fazit: Außer für die Fed bleibt die Devise „Locker bleiben!“

Schulden der Haushalte  
zunächst „im grünen  
Bereich“

Während es also grundsätzlich angebracht ist, die Studien- und Autokredite im Auge zu behalten, besteht aus den genannten Gründen derzeit kein Anlass, hier Neuauflagen des Subprime-Debakels am Hypothekenmarkt zu erwarten. Finanzmarktblasen haben die unangenehme Angewohnheit, dort zu entstehen, wo man sie am wenigsten vermutet. Aktuell würden sich auf Basis des allgemeinen Konsenses hier eher die Märkte für Staatsanleihen (negative Zinsen?) oder Aktien („this time is different“: Anlagenotstand) als Kandidaten anbieten. Die Schuldentragfähigkeit der amerikanischen Haushalte ist hingegen – auch wenn die erwartete Zinswende der Fed kommt – auf absehbare Zeit wohl keine Achillesferse der US-Wirtschaft.

Stattdessen stehen für den privaten Konsum andere Faktoren im Vordergrund. Vor allem der Arbeitsmarkt ist hier im Fokus. Zwar gehen wir davon aus, dass sich der Stellenaufbau in den kommenden Monaten von dem extrem hohen Tempo des Jahres 2014 etwas abschwächt. Dies dürfte aber angesichts der fallenden Arbeitslosigkeit und zunehmender Engpässe bei der Stellenbesetzung in absehbarer Zeit von einem höheren Lohnauftrieb überkompensiert werden. Unter dem Strich liegen die Risiken für den Konsum und die US-Konjunktur daher weiterhin eher auf der Seite eines höheren Wachstums.

### Quellen:

Board of Governors, Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013: Evidence from the Survey of Consumer Finances, in: Federal Reserve Bulletin September 2014.

New York Fed, Quarterly Report on Household Debt and Credit, February 2015.

New York Fed, Just Released: Looking under the Hood of the Subprime Auto Lending Market, Liberty Street Economics Blog, 14 August 2014 ■