

Vom Kapitalmangel zum Savings glut: Ein Phänomen der Wohlstandsgesellschaft?

Gunther Tichy*

Die gegenwärtige Periode niedriger Zinsen und bescheidenen Wachstums wird, jedenfalls von Öffentlichkeit und Medien, als außergewöhnlich betrachtet. Der Chef des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes spricht von einer Enteignung der Sparer als Folge der jahrelangen Schuldenmacherei (Deutsche Wirtschafts Nachrichten 10.06.14); nach der Versicherungsgesellschaft Allianz findet „die finanzielle Repression bereits statt ... Die Leitzinsen werden derzeit in allen großen Industrieländern auf einem Niveau nahe 0% gehalten, um das Wirtschaftswachstum während des Schuldenabbaus des öffentlichen (und privaten) Sektors anzukurbeln. Ferner haben alle großen Zentralbanken ausdrücklich oder implizit angekündigt, die Zinsen für längere Zeit auf außergewöhnlich niedrigem Niveau belassen zu wollen.“¹ Anleger wie Finanzinstitutionen suchen demgemäß schon seit längerem intensiv nach (neuen) attraktiven Anlagemöglichkeiten – die Finanzkrise resultierte nicht zuletzt aus solch fehlgeschlagenen, Blasen-auslösenden Bemühungen.

Unbeschadet der jeweils vermuteten Ursache – Zentralbankpolitik, US-amerikanische Defizite, merkantilistische Politik Südost-Asiens – hoffen alle auf eine baldige ‘Normalisierung’. Sie übersehen, dass das Phänomen des Sparüberschusses wie der daraus resultierend niedrige Zinssatz bereits vor der Finanzkrise und vor der Phase expansiver Geldpolitik beobachtet wurde; keineswegs geht es dabei bloß um die Sparüberschüsse Südost-Asiens, das Phänomen ist für die meisten wohlhabenden Industrieländer typisch: Ihre Sparpläne übersteigen ihren Verschuldungsbedarf systematisch. Demgemäß muss untersucht werden, ob es sich dabei bloß um ein vorübergehendes Phänomen handelt, oder um ein Strukturmerkmal konsolidierter wohlhabender Gesellschaften. Letzteres würde durchaus den Erwartungen von Volkswirten entsprechen, die dem Mainstream nicht unbedingt folgen. Gemäß solchen Hypothesen arbeitet der nächste Abschnitt die Charakteristika der gegenwärtigen Diskrepanz zwischen Sparplänen und Kapitalbedarf heraus, und Abschnitt 2 geht der Frage nach, wieweit der Savings glut ein Phänomen wohlhabender Gesellschaften sein könnte. Abschnitt 3 sammelt Argumente für ein Anhalten der Sparschwemme zumindest in der näheren Zukunft, und Abschnitt 4 sucht nach wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Vermeidung einer rezessiven Anpassung der Sparpläne an anhaltend geringe Verschuldungsbereitschaft.

Die gegenwärtige Sparschwemme

Derzeit befindet sich nicht bloß die Welt insgesamt in einer Situation des Arbeitskräfte- und Sparüberschusses, was vielfach mit der besonderen Position Ost-Asiens erklärt wird, auch fast jeder einzelne wohlhabende Industriestaat – mit Ausnahme der USA – ist davon individuell betroffen; die Situation wird von Manchen als savings glut, von Anderen als investment drought eingeschätzt. Maßgebend für die Lücke ist in den europäischen Industriestaaten nicht bloß, und z.T. nicht einmal so sehr, eine hohe Sparneigung als vielmehr eine schwache Nachfrage nach Finanzierungsmitteln: Die Wirtschaft fragt kaum noch Fremdkapital in größerem Umfang nach, und der Staat sollte nach weithin herrschender Ansicht seine Verschuldung sogar abbauen. Wie Übersicht 1 zeigt, hatten die *europäischen* (nicht-finanziellen) *Kapitalgesellschaften* in den letzten zweieinhalb Dekaden in einem von drei Jahren (32%) Finanzierungsüberschüsse (hervorgehobene Werte), die wohlhabenderen (alte EU-Mitglieder) sogar in jedem zweiten (56%). Das Phänomen des

* Der Autor dankt K. Aiginger, A. Guger, Th. Url, J. Kromphardt und E. Walterskirchen für hilfreiche Kommentare sowie den Teilnehmern der 11. Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft für stimulierende Diskussionsbeiträge.

¹ <https://www.allianzglobalinvestors.de/MBWS/doc/Market-Insights-Finanzielle-Repression-findet-bereits-statt.pdf?15a4c2c1ec77d22ef412c1767fa98c2fb842ea8dwebweb>

Übersicht 1: Finanzierungssalden der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EU 28	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	-3,2	1,1	1,7	0,0	0,4	:
Euro 18	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	-3,2	0,6	1,1	-0,5	0,4	:
Belgium	0,5	-1,5	-2,1	-3,1	-5,2	-2,1	-4,1	-1,1	-3,7	-0,6	3,0	0,5	0,1	0,2	-0,3	0,7	1,4	1,2	-4,1
Bulgaria	:	:	:	:	:	:	-2,5	-12,2	-8,7	-7,3	-22,8	-34,1	-28,4	-37,1	-14,3	-6,7	-8,0	-3,6	:
Czech R	-8,3	-8,6	-7,5	-3,6	-3,6	-4,0	-4,8	-1,8	-2,0	-2,8	-0,3	-2,0	-5,0	-0,9	2,2	-0,5	-1,2	-0,7	:
Denmark	2,1	2,7	1,9	-0,3	3,6	1,4	2,0	0,9	1,1	0,5	1,1	-0,6	-1,8	-0,7	1,4	5,3	5,3	5,8	6,3
Germany*	4,1	-0,7	-1,2	-1,6	0,9	-1,5	-1,2	-0,7	0,4	2,4	-0,3	5,5	6,0	-2,8	3,6	3,5	-1,1	1,0	:
Estonia	-7,9	-10,6	-14,6	-7,8	-0,3	-6,0	-6,3	-9,2	-9,8	-6,2	-3,2	-6,1	-9,6	-0,4	6,2	5,6	3,4	2,1	:
Ireland	:	:	:	:	:	:	:	1,2	-0,7	-0,7	0,6	1,6	-0,1	-0,7	1,4	3,8	3,5	5,2	:
Greece	-0,9	-5,0	-6,7	-8,8	-1,4	-7,5	-5,8	-9,0	-4,3	-5,8	-7,3	-8,5	-3,4	-8,6	-2,9	-3,2	-4,6	-4,3	-0,8
Spain	0,7	-0,1	-0,1	-1,3	-3,1	-4,3	-5,3	-4,3	-3,8	-4,8	-7,4	-9,8	-11,6	-6,7	-0,6	1,3	0,7	1,5	:
France	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	-1,7	-1,1	-1,0	-0,3	-1,0	-1,9	-2,6	-1,8	-2,9	-1,4	-0,4	-2,6	-2,0	:
Croatia	:	:	:	:	:	:	:	-2,5	-10,9	-5,6	-10,0	-18,3	-20,6	-8,1	-8,7	-11,5	2,6	0,4	:
Italy	-3,8	-2,3	-2,2	-1,9	-2,1	-4,9	-4,2	-3,9	-2,4	-1,9	-3,6	-3,5	-2,5	-4,8	-1,5	-2,0	-1,5	-0,5	:
Cyprus	0,1	1,4	0,5	0,6	-1,2	-2,4	0,7	-1,4	5,6	-6,4	-2,2	-1,9	-10,2	-10,4	-6,5	-10,2	-10,1	-11,9	:
Latvia	-2,6	-3,9	-6,2	-7,1	-3,3	-5,0	-5,2	-4,8	-5,6	-7,2	-5,6	-10,0	-9,7	-5,9	10,1	6,5	-0,3	-0,6	:
Lithuania	-10,4	-6,8	-7,2	-7,9	-6,9	-6,2	-3,9	-3,8	-2,4	-4,0	-5,2	-7,2	-8,5	-4,8	13,7	5,0	1,9	-2,4	:
Luxembg	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	-4,7	-9,6	-6,2	-14,5	-20,2	:
Hungary	-3,1	-9,0	-8,6	-8,7	-10,0	-11,4	-6,1	0,2	-0,6	-6,1	-5,7	-2,9	-2,8	-4,3	1,2	1,9	1,5	2,6	3,5
Malta	:	:	:	:	:	:	:	:	-0,8	-5,9	-42,0	-10,3	4,6	-7,6	-0,3	-0,3	6,7	:	
Netherl.	7,5	0,6	1,4	-0,6	1,1	2,4	2,3	4,6	7,0	7,3	6,4	7,6	7,7	6,4	7,3	7,9	9,4	8,8	:
Austria	:	-4,2	-5,5	-4,7	-6,1	-5,8	-5,6	-2,7	-2,7	-0,5	-1,9	-2,6	-2,4	-1,3	1,7	1,3	0,8	0,2	:
Poland	-5,0	-5,4	-7,9	-8,0	-8,0	-7,1	-4,0	-1,5	1,3	-0,9	-0,9	-3,4	-9,3	-3,5	-0,5	3,7	-2,9	-1,7	:
Portugal	-0,2	0,0	-2,7	-2,8	-5,2	-8,0	-6,9	-5,0	-3,9	-4,6	-5,7	-7,0	-8,2	-11,1	-7,3	-7,3	-5,8	-2,7	-0,9
Romania	:	:	:	-4,5	-9,4	-9,8	-7,4	-11,6	-12,7	-8,8	-10,1	-5,4	-15,6	-52,4	2,2	-1,7	-24,5	-17,0	:
Slovenia	:	:	:	:	:	:	0,0	-3,6	-4,0	-6,9	-6,6	-6,7	-9,6	-9,6	-1,5	-0,9	0,2	0,9	4,7
Slovakia	0,8	-8,1	-9,1	-8,1	0,5	8,0	-2,1	-2,3	-3,8	-3,2	-6,0	-3,4	-2,5	-1,5	5,0	1,7	1,2	5,6	:
Finland	3,2	3,3	4,3	2,4	2,6	3,6	5,4	3,5	5,6	2,4	0,4	-0,4	0,1	-2,1	-2,8	2,3	2,1	0,1	:
Sweden	-1,7	0,8	-4,1	-6,7	-10,3	-11,1	-14,3	-3,3	4,0	3,8	-1,8	1,1	-9,0	-10,2	1,0	4,5	0,4	-3,1	-1,4
UK	1,1	1,5	0,2	-1,5	-1,9	-2,4	-1,2	0,5	1,9	1,9	2,0	1,9	1,4	2,2	4,7	4,1	4,5	1,9	1,2
Norway	:	1,6	-1,0	-5,0	2,3	1,1	-0,2	0,9	2,9	-2,2	-1,0	-0,1	-4,1	-3,7	1,2	-1,7	-1,8	0,1	-1,6
Switzerland	:	:	:	:	-2,1	0,0	5,1	-0,7	7,3	7,0	8,6	3,5	-0,6	0,1	4,7	-2,2	:	:	

* Until 1970 former territory of the FRG

mangelnden Fremdfinanzierungsbedarfs und der daraus resultierend geringen Verschuldung bleibt erhalten, wenn die Analyse – um eventuelle Effekte der Finanzkrise auszuschalten – auf die Jahre 1995-2006 beschränkt wird (27% statt 32% bzw. 52% statt 56%). Vor allem in den wohlhabenden europäischen Industriestaaten (Abbildung 1 oberer Teil) ist der Selbstfinanzierungsgrad bei aller Unterschiedlichkeit nicht bloß hoch, es lässt sich sogar ein leichter Trend zu Finanzierungsüberschüssen erkennen. In den weniger entwickelten, in einem Aufholprozess befindlichen neuen EU-Mitgliedern (Abbildung 1 unterer Teil – anderer Maßstab!) ist der Fremdfinanzierungsbedarf der Unternehmen erwartungsgemäß sehr viel größer; die sinkenden Finanzierungsdefizite der letzten Jahre sind dort wohl eher angebotsbedingt zu erklären.

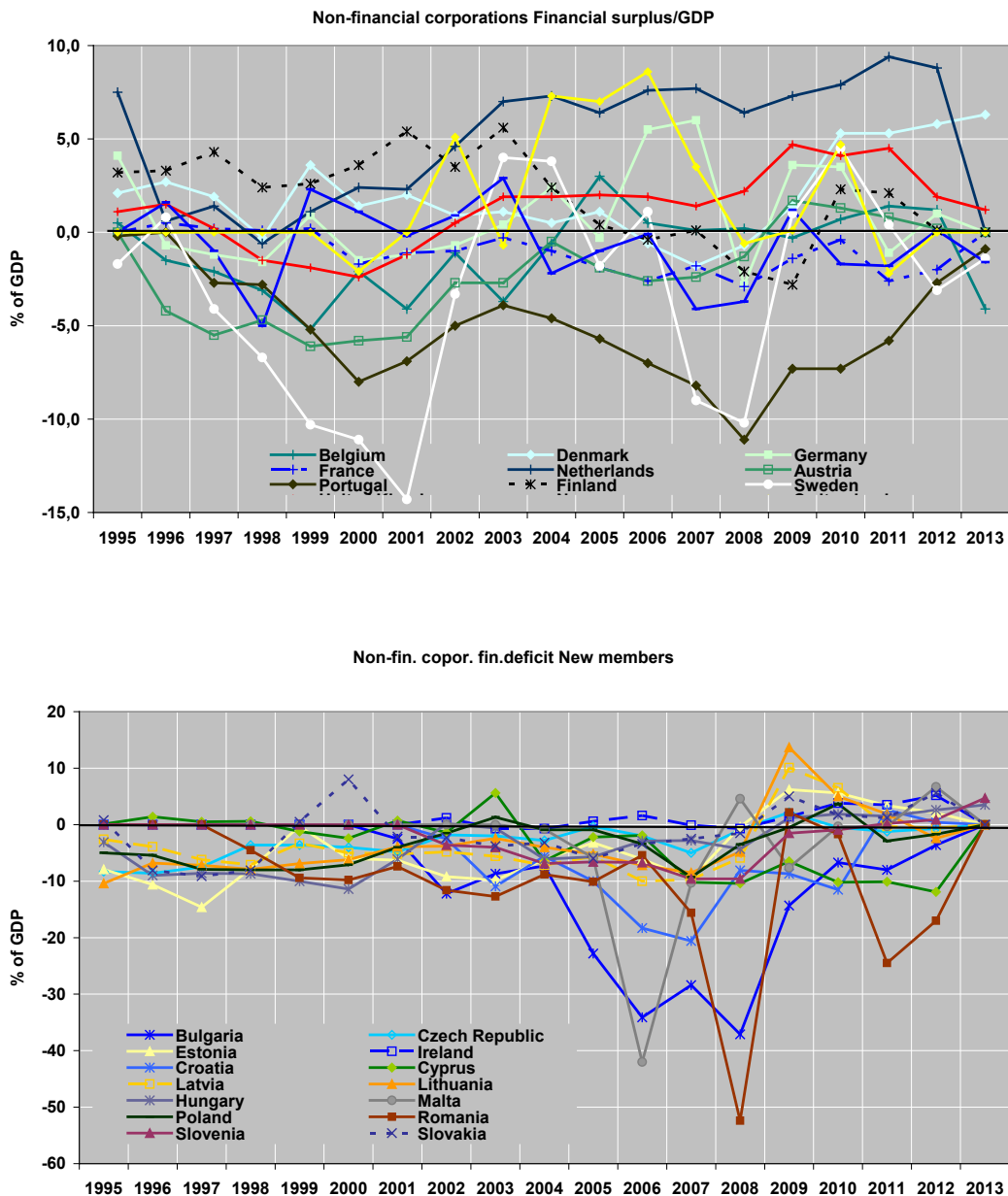


Abbildung 1: Finanzierungsüberschuss der (nicht-finanziellen) Kapitalgesellschaften der EU
Q.: Eurostat sector accounts

Als Ursachen des mangelnden Verschuldungsbedarfs der Wirtschaft werden üblicherweise die Finanzkrise, der hohe Verschuldungsgrad oder das langsame Wachstum angeführt. Die *Finanzkrise und die anhaltende Rezession* mögen zwar zu niedrigen Investitionen und demgemäß geringem Fremdfinanzierungsbedarf beigetragen haben, Übersicht 1 und die auf ihr basierende Abbildung 1 zeigen jedoch, dass die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in vielen Ländern bereits in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre (zuvor fehlen konsistente Daten) Finanzierungsüberschüsse erzielten, also Schulden abbauten. Finanzexperten (European Central Bank 2012) wie Ratingagenturen (S&P²) halten das für eine Reaktion auf den *hohen Verschuldungsgrad*, der Unternehmen wie Finanzinstitutionen vorsichtiger gemacht hätte. Borio und Drehman (2009) sehen in ungewöhnlich kräftigem Kreditwachstum den wichtigsten Indikator kommender Krisen, und Cecchetti et al (2011) wie Reinhart and Rogoff (2010; 2012) halten einen Verschuldungsgrad der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften von über 90% des GDP sowie von Staat und Haushalten von jeweils über 85% für Wachstums-mindernd. Methodisch wie statistisch blieb dieser Schwellenwert der Staatsverschuldung jedoch nicht unwidersprochen (siehe etwa Pescatori et al 2014)³; es ist offensichtlich, dass Struktur, Produktivität und Wachstum der Wirtschaft für die Tragbarkeit der Verschuldung ebenso bedeutend sind wie deren Art (Fristigkeit, In- oder Auslandsgläubiger, Währung) und Verzinsung. Für den behaupteten 85%-Schwellenwert der Verschuldung des Unternehmensektors fehlt eine solche Diskussion überhaupt; sie scheint jedoch angesichts der Heterogenität des Sektors und in Anlehnung an die Argumente der Staatsschulden-Diskussion als undifferenzierter Maßstab noch weniger plausibel. Zwar ist ein erheblicher Anstieg der Verschuldung vor jeder Finanzkrise weitgehend unbestritten, doch liegt die Problematik zumeist weniger in Anstieg und Niveau der Verschuldung als in deren Struktur: Gerade die jüngste Finanzkrise zeigte, dass sich problematische Schuldner für problematische, nicht zuletzt spekulative Zwecke verschuldeten, und die Banken solche problematischen Transaktionen finanzierten, was zu erheblichen realen wie finanziellen Fehlinvestitionen führte.

Überdies muss der hohe (Brutto-)Verschuldungsgrad, den Medien,⁴ Politik und Finanzinstitutionen (siehe etwa European Central Bank 2012) als problematisch ansehen, im Zusammenhang mit den *hohen Finanzanlagen der Unternehmen* gesehen werden: 2011 standen 25,6 Bill. € Brutto-Verschuldung der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften der Eurozone 16,6 Bill. € Finanzanlagen gegenüber.⁵ Die Nettoverschuldung der Unternehmungen ist somit deutlich niedriger; ihre debt-to-financial-assets ratio lag bei 60%, d.h. dass zwei Drittel der Verschuldung nicht der Finanzierung realer Investitionen sondern Finanzanlagen dienen. Seit 1999 hat die Verschuldung der Unternehmen zwar um 66% zugenommen, ihre Finanzanlagen expandierten jedoch noch stärker, nämlich um 71%. Die reale Netto-Verschuldung ist sogar absolut gesunken. Indirekter Beweis für Finanzierungsüberschüsse, zumindest der großen Firmen, sind die Medienberichte über hohe Liquidität, die vielzitierten „Kriegskassen“ für den Kauf von Konkurrenten, Start-ups oder Unternehmensteilen, daraus resultierend die tatsächlich kräftig steigenden Fusionen und der Rückkauf eigener Aktien.⁶

² S&P-Analyst M. Krämer in *Die Presse*, 24.10.2014, 18.

³ “Looking at the average debt and growth rates over 15 year periods, there appears to be little evidence for a downwards trend in growth levels once a debt-to-GDP ratio of 80% has been reached.”

⁴ Siehe etwa F. Doll und G. Cesar, 2014, Hochverschuldete Unternehmen säen die nächste Krise, *Wirtschaftswoche* 24.7.2014

⁵ Abgerufen von Eurostat 2012; neuerdings nicht mehr publiziert; siehe aber auch European Central Bank 2012, 91.

⁶ Die im S&P 500 enthaltenen Firmen haben 2001-10 eigene Aktien im Wert von etwa 3 Bill. \$ zurückgekauft (Lazonick 2013). In Europa sind Aktienrückkäufe weniger stark verbreitet, doch machten sie 2013 bei den vom DAX erfassten Konzernen immerhin 19 Mrd. € aus (Schoeller Analysebrief 255).

Verschärft wird das Problem des mangelnden Finanzierungs- und damit Verschuldungsbedarfs der Wirtschaft durch den anhaltend hohen *Sparüberschuss der Haushalte* und die – anders als früher – mangelnde Verschuldungsbereitschaft der Schwellenländer. Die Brutto-Ersparnisquote der Haushalte (einschließlich der nicht als Kapitalgesellschaften organisierten Unternehmen)⁷ tendiert zwar, wie Abbildung 2 zeigt, leicht abzunehmen, ihre *Brutto-Investitionsquote* sinkt jedoch deutlich stärker. Der Finanzierungssaldo ist, wie Abbildung 3 zeigt, bei erheblicher Varianz des Niveaus bis etwa zur Finanzkrise generell leicht gesunken, hat sich seither jedoch auf etwa dem früheren Niveau stabilisiert. Er ist erheblich höher als der Finanzierungsbedarf der Kapitalgesellschaften (Abbildung 4).

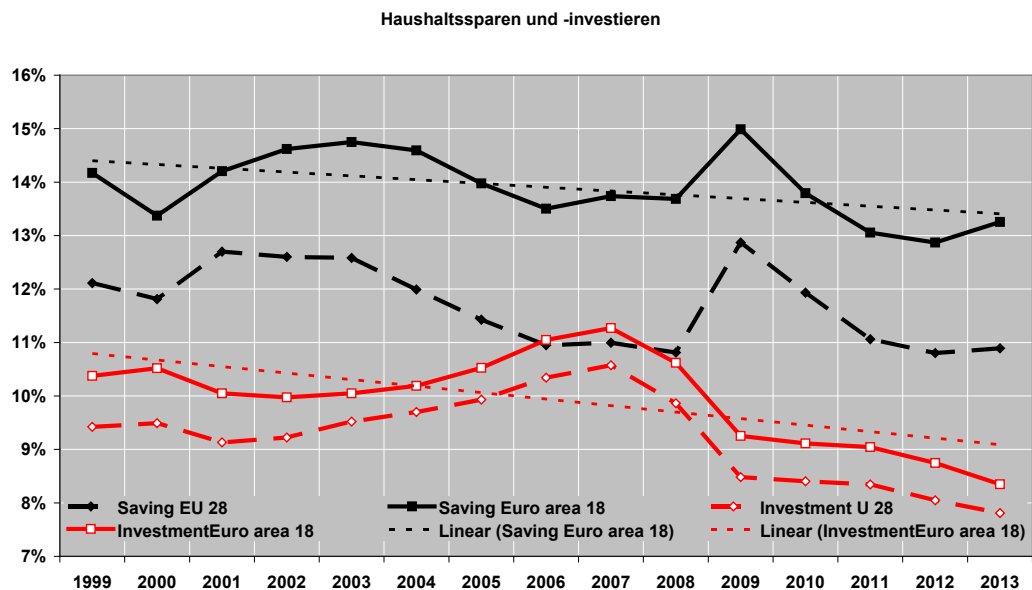


Abbildung 2: Haushaltssparen und -investieren (% des BIP)

Gross saving/gross disposable income
Gross fixed capital formation/gross disposable income
Q.: Eurostat sector accounts

Auch im Bereich des Haushaltssparens darf die Interpretation nicht übersehen, dass der Finanzierungsüberschuss, wie im Bereich der Unternehmen, ein relativ kleiner Saldo zweier mächtiger Ströme bzw. Bestände ist: 2011 standen 18,9 Bill. € Finanzaktiva der Haushalte 6,7 Bill. € Finanzpassiva gegenüber. Einerseits ergibt sich das daraus, dass das Aggregat „Haushalte“ auch nicht als Kapitalgesellschaften organisierte Unternehmen umfasst; wäre es möglich zwischen Unternehmen und Eigentümer zu trennen, wäre wohl ein nicht geringer Teil der Verschuldung der Unternehmenssphäre zuzurechnen. Andererseits gibt es auch zwischen den Haushalten eine erhebliche Spreizung zwischen Netto-Schuldnern und Netto-Vermögensbesitzern; nicht bloß konzentrieren sich die Ersparnisse bei den reichsten, die Schulden eher bei den ärmeren

⁷ Die Finanzierungssalden von privaten Haushalten und nicht in Form von Kapitalgesellschaften organisierten Unternehmen aufzugliedern, ist nicht bloß statistisch sondern auch logisch schwierig, da die Unterscheidung von Betriebs- und Privatvermögen bei letzteren kaum möglich ist. Anekdotische Evidenz deutet darauf hin, dass die Privatunternehmer dazu tendieren, die Verschuldung dem Unternehmen und die Finanzanlagen eher dem ‘Privatvermögen’ zuzurechnen. Obwohl kleine Unternehmen eher stärker verschuldet sind als große (European Central Bank 2012, 99), dürfte die Aggregation von Haushalten und nicht in Form von Kapitalgesellschaften organisierten Unternehmen die (statische erhobene) Haushaltssparquote eher erhöhen.

Haushalten, sondern auch jeder einzelne Haushalt besitzt sowohl Finanzaktiva wie -passiva.⁸

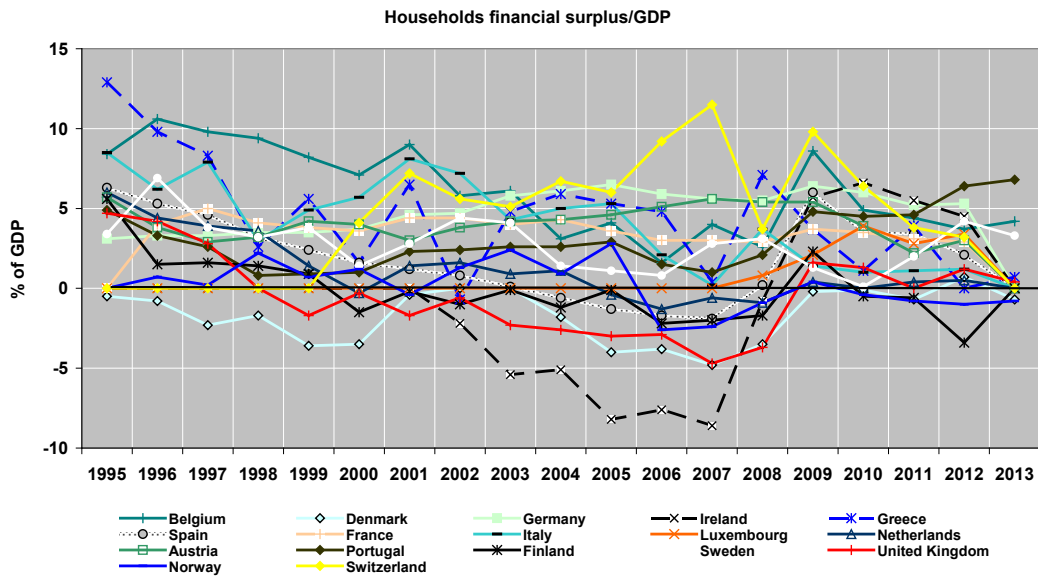


Abbildung 3: Finanzierungsüberschuss der Haushalte

Q.: Eurostat sector accounts

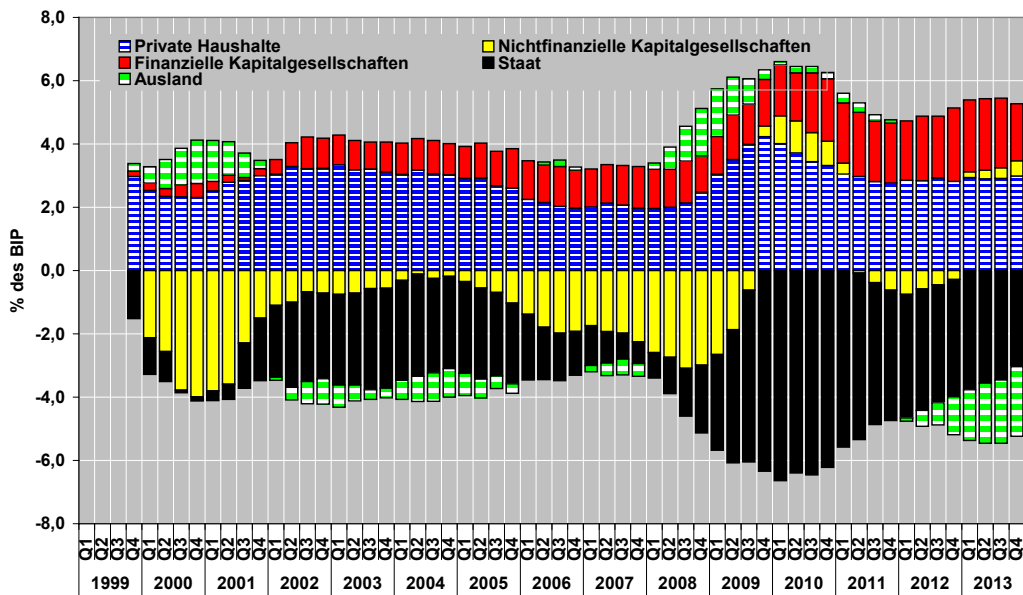


Abbildung 4: Sektorale Finanzierungssalden in der Eurozone

Q.: Eurostat sector accounts

⁸ Teils handelt es sich dabei um Sicherheitsüberlegungen (Wohnbau- oder Autokredit und zugleich Spareinlagen bzw. Anleihen als Liquiditätsreserven), zu einem Teil aber auch kreditfinanzierte Spekulation, vor allem der reicheren Haushalte.

Insofern ist es kein Paradox, dass Übersparen wie Haushaltsverschuldung gleichermaßen Probleme darstellen; das Aggregat ist eben sehr heterogen.

Von den Bemühungen um eine Reduzierung der Staatsverschuldung abgesehen, wird das Problem der Sparschwemme der wohlhabenden Industriestaaten durch die *mangelnde Verschuldungsbereitschaft der Schwellenländer* und ihr Festhalten am Dollar-Wechselkurs weiter verschärft. Finanzierungsüberschüsse des Inlands waren in der europäischen Vergangenheit für wohlhabende Länder⁹ keineswegs untypisch; sie wurden in aufholenden Volkswirtschaften angelegt und hatten für die Investitionsfinanzierung dieser Länder erhebliche Bedeutung. Asien folgte dieser europäischen Tradition nicht: Bereits in den sechziger Jahren erzielte Japan steigende Sparüberschüsse, in den siebziger und achtziger Jahren folgten Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur, zuletzt China. Maßgebend dafür war neben der merkantilistischen Ideologie dieser Länder, eine verzögerte Anpassung des Konsums, der Zwang zu privater Vorsorge für Alter, Gesundheit und Ausbildung sowie die Absicherung gegen landesspezifisch hohe idiosynkratische Risiken; überdies legten wenig entwickelte Finanzmärkte die Anlage in finanziell hochentwickelten Industriestaaten nahe (Cornelli 2009). Insofern fließt Kapital schon seit langem „uphill“, von den aufstrebenden in die wohlhabenden Länder (Prasad et al 2007). Die problematischen Erfahrungen mit Auslandsverschuldung in der SO-Asien-Krise haben diese Tendenz verstärkt und in den betreffenden Ländern zur Ansammlung hoher Währungsreserven geführt: Nicht mehr die Schwellenländer sondern die USA fungieren derzeit – und wohl auch in absehbarer Zukunft – als ‘Senke’ für die Sparüberschüsse Asiens und Europas. Von Direktinvestitionen abgesehen ist der internationale Kapitalverkehr auf einen Bruchteil seines früheren Ausmaßes geschrumpft (Abbildung 5), der grenzüberschreitende Kreditverkehr ist so gut wie völlig zusammengebrochen.

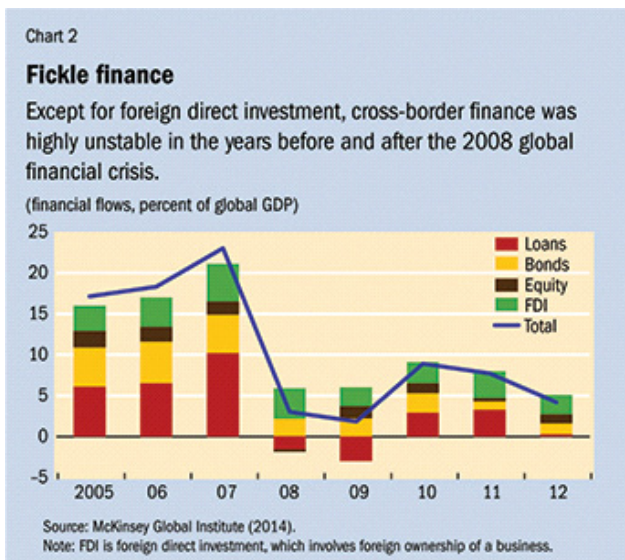


Abbildung 5: Internationaler Kapitalverkehr
Q.: IMF F&D Sept. 2014, 24

⁹ Genauer für Volkswirtschaften mit einem relativ höheren Entwicklungsniveau.

Sparüberschüsse als Merkmal wohlhabender Gesellschaften?

Der Mainstream der volkswirtschaftlichen Theorie hat das stilisierte Faktum des geringen Finanzbedarfs der Unternehmen in wohlhabenden Volkswirtschaften, demzufolge sie bloß einen Teil der Haushaltsersparnisse zur Finanzierung ihrer Investitionen benötigen, bisher weitgehend ignoriert; noch weniger ist dieses Faktum in das Bewusstsein der Wirtschaftspolitik oder gar der Öffentlichkeit gedrungen. Maßgebend dafür sind neben den Annahmen des traditionellen ökonomischen Modells offenbar mikroökonomische Analogien, moralisierende Ansätze und die historische Erfahrung, verbunden mit verzögerter Wahrnehmung.

Der *Mainstream der traditionellen Volkswirtschaftslehre* geht als Ökonomie der Knappheit von einem begrenzten Angebot der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit aus; in den endogenen Wachstumsmodellen sorgt der Marktmechanismus, primär durch den Zinssatz, für einen vollen und effizienten Einsatz der Produktionsfaktoren. Nicht bloß in den letzten beiden Dekaden konnte das der Zinssatz jedoch offenbar nicht leisten. Sinkende Zinssätze führen *cet. par.* bloß dann zu steigenden Investitionen, wenn zugleich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigt. Dass sinkende Zinssätze solches bewirken ist aber keineswegs gesichert, da Sparen eher einkommens- und Investitionen eher kapazitätsabhängig sind und auf sinkende Zinssätze bloß wenig reagieren. Das belegt eine lange Tradition von Erklärungen, die von Laffemas (1598)¹⁰ über Mandeville (1714), Malthus (1820),¹¹ Keynes (1936) und Steindl ([1982] 1990) bis Weizsäcker (2011) und Eggertson and Mehrotra (2014) reichen. Keynes unterschied ganz klar:

“Those who think (dass individuelle Sparakte zwangsläufig zu Investitionen führen, G.T.) are deceived, nevertheless, by an optical illusion, which makes two essentially different activities to appear to be the same. They are fallaciously supposing that there is a nexus which unites decisions to abstain from current consumption with decisions to provide for future consumption; whereas the motives which determine the latter are not linked in any simple way with the motives which determine the former.” (Keynes 1936, 21)

Steindl ([1982] 1990) ging davon aus, dass die Haushaltssparquote auf Veränderungen des Wachstumspfades eher unelastisch reagiert, nicht hingegen die Unternehmenssparquote; das bedeutet, dass die Lücke zwischen beiden desto größer wird, je geringer das Wachstum (195). Selbst auf lange Sicht gäbe es keine starken Argumente die dafür sprechen, dass ein niedrigeres Einkommensniveau zu niedrigeren Sparquoten führt. Der Anpassungsprozess erfolge zwangsläufig über den Finanzierungssaldo der öffentlichen Hand.

In der Wiederaufbau- und Aufholperiode der ersten drei Jahrzehnte nach den Zerstörungen des Zweiten Weltkriegs wurden solche Überlegungen für weltfremd gehalten. Mit der Abflachung des Wachstums seit den späten siebziger Jahren und den anhaltenden Sparüberschüssen Chinas und Südost-Asiens wurde das Thema jedoch aktuell. Bernanke (2005) prägte den Begriff “savings glut”, und löste eine heftige empirische Debatte darüber aus, ob zu viel gespart oder zu wenig investiert würde (“investment drought”). Desroches and Francis (2006) arbeiteten heraus dass der langfristige Zinssatz in den G7-Staaten seit einem Vierteljahrhundert sank. Weizsäcker (2010) griff das Thema aus kapitaltheoretischer Sicht auf und untermauerte die Diskussion im Sinn der Böhm-Bawerk’schen Theorie der Produktionsumwege (Weizsäcker 2011a, 2011b). In seinem Beitrag zu diesem Band stellt Weizsäcker dar, dass aus dieser Sicht unter heutigen Bedingungen eine Diskrepanz resultiert: zwischen einer durch das Investitionsrisiko limitierten durchschnittlichen Produktionsperiode von etwa fünf Jahren und einer Sparperiode, die

¹⁰ Zitiert nach Keynes 1936, 358.

¹¹ „The principle of saving, pushed to excess, would destroy the motive to production.“ (Malthus, zitiert nach Keynes 1936, 363)

Weizsäcker infolge der hohen Lebenserwartung mit mindestens 12 Jahren abschätzt; ohne Staatsverschuldung müsste der reale Gleichgewichtszinssatz, der zu gleich hohen Investitionen und Ersparnissen führt, kleiner null sein. Insofern ist der savings glut im Sinn von Sparplänen die die Investitions- bzw. Verschuldungsbereitschaft übersteigen, ein Phänomen wohlhabender und langlebiger Gesellschaften.

Eggertsson and Mehrotra (2014) näherten sich dem Problem aus der Sicht der secular stagnation hypothesis, derzufolge die Nachfrage dauerhaft unzureichend, und der mit Vollbeschäftigung kompatible Zinssatz aus diesem Grund negativ sein müsste; maßgebend für die Stagnation seien etwa langsames Wachstum von Arbeitskräftepotential und Produktivität, zunehmend ungleiche Einkommensverteilung, oder geringere Risikobereitschaft (Summers 2014). Eggertsson and Mehrotra (2014) zeigen in einem OLG New-Keynesian model, dass

“any combination of a permanent collateral (deleveraging) shock, slowdown in population growth, or an increase in inequality can lead to a permanent output shortfall by lowering the natural rate of interest below zero on a sustained basis. Absent a higher inflation target, the zero bound on nominal rates will bind, real wages will exceed their market clearing rate, and output will fall below the full employment level. We also demonstrate that the Keynesian paradoxes of thrift, toil and flexibility continue to hold in our OLG setting.” (Eggertsson and Mehrotra 2014, 34)¹²

Als wichtiger Grund für das beharrliche Ignorieren des systemischen Charakters und der Persistenz der gegenwärtigen Sparschwemme durch Öffentlichkeit und Politik sind wohl *mikroökonomische Analogien und moralisierend-ideologische Ansätze* zu nennen. Die Analogie zur „Schwäbischen Hausfrau“, für die Sparen zu Recht eine Tugend ist, verstellt den Blick von Öffentlichkeit, Medien und Politik auf Mandevilles (1714) inzwischen drei Jahrhunderte alte Erkenntnis, dass *“private vices, publick benefits”* sein können, dass eine gesteigerte Spartätigkeit der Gesellschaft somit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage reduzieren kann, und in weiterer Folge Beschäftigung und Wohlstand.

Vielleicht noch stärker noch als durch Theorie und Mikro-Analogien kann das fehlende Bewusstsein eines mangelnden Finanzierungsbedarfs durch *verzögerte Wahrnehmung* erklärt werden: Das Denken unserer Tage prägt nach wie vor die erhebliche Geld- wie Sachkapitalknappheit der Kriegs- und Zwischenkriegszeit wie auch der Wiederaufbau- und Aufholperiode Europas bis in die Mitte der siebziger Jahre. An der damals keineswegs unrichtigen Vorstellung eines hohen ungedeckten Finanzierungsbedarfs der Wirtschaft und der daraus resultierenden Verdrängung privater Investitionsfinanzierung durch staatliche Finanzierungsansprüche (crowding out) wird nicht bloß von der Politik unreflektiert festgehalten.¹³ Es ist weitgehend in Vergessenheit geraten, dass Knappheit an Geldkapital aus historischer Sicht keineswegs typisch ist. Der englische Produktionssektor benötigte bis in die frühe industrielle Revolution wenig Fremdmittel; die Investitionsquote lag unter 10% und wurde überwiegend aus den Gewinnen finanziert. Erst in der Periode der raschen Industrialisierung des 18. Jahrhunderts stieg die Investitionsquote auf 12-14% und wurde zum Teil durch die Sparüberschüsse der wohlhabenden Niederlande finanziert (Feinstein [1978] 2008; Deane and Cole 1967). Bereits zu Beginn des 19. Jahrhunderts sparte England, inzwischen selbst wohlhabend

¹² Der Begriff “paradox of toil” wurde von Eggertson (2010) in Anlehnung an das Keynes’sche “paradox of thrift” geprägt: “[A]n increase in potential output decreases actual output as well as the proposition that increasing wage flexibility only worsens the shortfall in output.” (Eggertson and Mehrotra 2010, 3)

¹³ So etwa hält der deutsche Sachverständigenrat an der Vorstellung einer Kapitalknappheit in Deutschland fest: „Eine Verbesserung der Wachstumsperspektiven kann dazu beitragen, dass mehr deutsche Ersparnisse für Investitionen im Inland verbleiben und ausländisches Kapital angezogen wird.“ (SVR 2014, 2).

geworden, jedoch mehr als es zur Finanzierung der eigenen Investitionen benötigte¹⁴ und finanzierte die amerikanische, deutsche und französische Industrialisierung. Im 20. Jahrhundert änderte sich das, wie bereits erwähnt: Der „downhill“-Strom, der Kapitaltransfers von den wohlhabenden Industrieländern in die Entwicklungsländer (Nord-Süd-Integration), nahm kaum noch zu (Hahn 2010); es intensivierte sich nur noch der grenzüberschreitende Kapitalaustausch zwischen den OECD-Ländern (Nord-Nord-Integration). Spätestens seit der Asienkrise 1989 fließt Kapital sogar „uphill“ (Prasad 2007): Die Sparüberschüsse der Haushalte bleiben in den wohlhabenden Ländern ‘gefangen’ und lösen rezessive Anpassungsprozesse aus.

Der relativ geringe Investitionsbedarf früherer Perioden mag z.T. mit geringerer Kapitalintensität erklärt werden; vor allem aber ist er eine Folge des – aus heutiger Sicht – langsamen Wachstums. Es ist weitgehend in Vergessenheit geraten, dass die jährlichen Wachstumsraten pro Kopf in der Vergangenheit typischerweise eher unter als über 1 ½% lagen (siehe die Markierungen in Übersicht 2), selbst am Höhepunkt der industriellen Revolution Englands. Rascher wuchs die Wirtschaft der einzelnen Staaten bloß in Perioden, in denen anderswo bereits implementierte technologische, organisatorische und soziale Innovationen übernommen werden konnten: Das war für die Industrialisierung Deutschlands und der USA nach englischem Vorbild – bzw. mit Einschränkungen der UdSSR und der Schwellenländer nach westlichem – ebenso typisch wie für Europa nach den Verlusten durch Weltwirtschaftskrise und zwei Weltkriege.¹⁵ Bloß in solchen ‘Aufholperioden’ konkurrieren Konsum-, Investitions- und Staatsnachfrage um knappe Ressourcen, vor allem um Arbeitskräfte und Kapital; für die historisch längeren ‘Normal’-Perioden eineinhalbprozentigen Wachstums sind Vollbeschäftigung (Arbeitskräfteknappheit) und Kapitalknappheit eher untypisch.

Übersicht 2: Wachstumsraten des GDP/Kopf

	1500-1820*	1820-70*	1870-1913	1913-50	1950-1973	1973-2001	2001-2013**
United Kingdom	0,3	1,3	1,0	0,9	2,4	2,1	0,8
Germany	0,1	1,1	1,6	0,2	5,0	1,7	1,2
France	0,1	1,0	1,4	1,1	4,0	1,7	0,5
Total Western Europe	0,1	1,0	1,3	0,7	4,1	2,0	0,5
Eastern Europe	0,1	0,6	1,4	0,5	3,9	0,7	3,3
Former USSR	0,1	0,6	1,1*	1,9	3,4	-0,9	4,7
United States	0,4	1,3	1,8	1,6	2,4	2,0	0,9
World	0,1	0,5	1,3	0,8	2,9	1,5	2,5

Q.: New Maddison Project Database; * Maddison 2003; ** IMF

Noch weniger als in der Vergangenheit lässt sich die Annahme einer Knappheit von Kapital und Arbeitskräften für die gegenwärtigen ‘Wohlstandsgesellschaften’ aufrecht erhalten, in denen die relativ zum Wachstum hohe Produktivitätssteigerung und die Immigration Beschäftigungsprobleme schaffen; statt Arbeit und Kapital werden in einer solchen Situation die nicht erneuerbaren Ressourcen knapp. Bereits Keynes ([1943] 1980)¹⁶ und Steindl ([1982] 1990) erwarteten, dass die Spartätigkeit der Haushalte in wohlhabenden Gesellschaften die Beträge erheblich übersteigen wird, die die Unternehmen zur Investitionsfinanzierung benötigen. Imperfekte Kapitalmärkte, unvollständige Information und unterschiedliche Bestimmungsgründe

¹⁴ Nach Brezis (1995) wechselte England zwischen 1790 und 1815 von einer Schuldner- zu einer Gläubigernation.

¹⁵ Von dem Aufholbedarf Westeuropas profitierten damals auch die USA.

¹⁶ In einer späten Phase der Entwicklung, “after twenty years of large scale investment” würde es nötig sein „to encourage wise consumption and discourage saving, and to absorb some part of the unwanted surplus by increased leisure, more holidays (which are a wonderful good way of getting rid of money) and shorter hours“ (Keynes [1943] 1980, 323)

für Spar- und Investitionspläne verhinderten eine marktmäßige Anpassung. Wie Abschnitt 1 gezeigt hat, öffnet sich die Schere von beiden Seiten: Verglichen zu den von der Öffentlichkeit fälschlicherweise als ‘normal’ angenommenen Perioden sind Wachstum und Investitionen geringer und die Sparpläne eher höher.

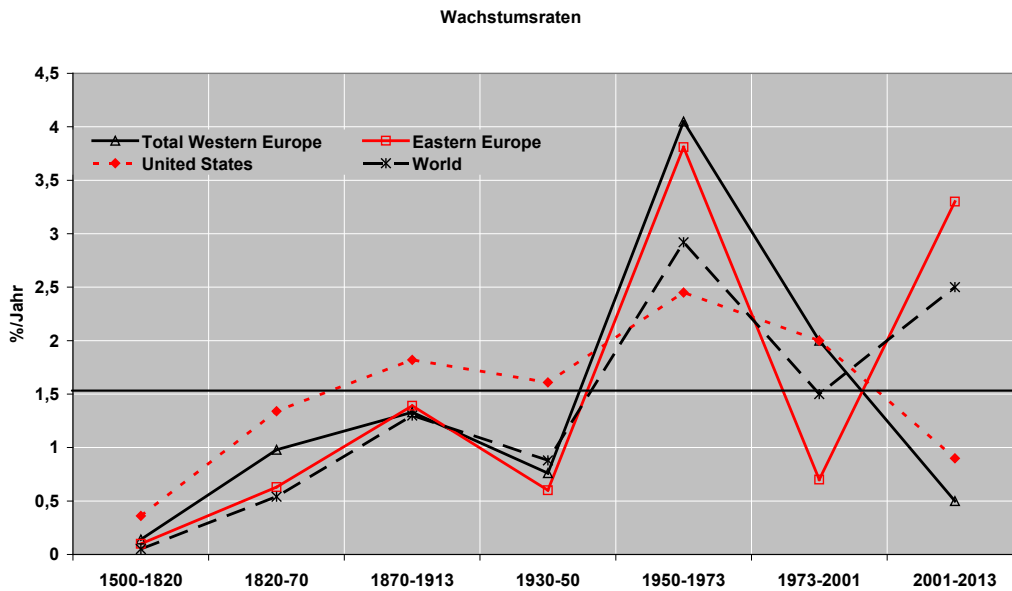


Abbildung 6: Entwicklung des realen Wachstums

Selbst wenn die Investitionsquote wegen höherer Kapitalintensität¹⁷ im 21. Jahrhundert höher sein dürfte als im 19., bleibt sie doch erheblich unter dem Niveau des geplanten Sparens (siehe Abbildung 4). Dafür gibt es zwei Erklärungen: Erstens der kontinuierlich sinkende relative Preis der Investitionsgüter (Eichengreen 2015), der durch eventuelle Mengensteigerungen nicht kompensiert werden konnte (Buiter et al 2014); zweitens der *flachere Wachstumstrend*, bei dem der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen zur Ausweitung des Produktionspotentials genügt. Da die Abschreibungen überdies in der Regel zumeist großzügig kalkuliert und die Gewinne hoch sind, erweist sich Außenfinanzierung, vor allem im Weg der Verschuldung, als kaum erforderlich.¹⁸ Weniger klar ist, warum die Unternehmen die niedrigen Zinssätze und die guten Gewinne nicht für Innovationen nutzen. Einer der Gründe mag in der herrschenden Unsicherheit liegen, ein zweiter in der ungenügenden F&E-Intensität, die externes Wachstum durch Aufkäufe innovativer Start-ups für die dominierenden Großfirmen als eher erfolgsträchtig erscheinen lässt. Drittens dürfte aber auch die Fremdfinanzierung von Innovationen, vor allem für junge Unternehmen, in Europa auf nicht unerhebliche Schwierigkeiten stoßen (Veugelers and Cincera 2010a; 2010b).

¹⁷ Die höhere Kapitalintensität hat nicht bloß technologische Ursachen, sondern ist auch Folge der relativ zur Arbeit geringeren Steuerbelastung des Kapitals. Die dadurch ausgelösten, Arbeitskräfte freisetzenden Rationalisierungsinvestitionen erklären auch den scheinbaren Widerspruch zwischen schlechter gesamtwirtschaftlicher Kapazitätsauslastung und guten Gewinnen.

¹⁸ "It means that a lot of new production capacity can be created by investing depreciation funds alone". (Steindl [1979] 1990, 122); ähnlich Keynes [1936] 1964, 99.

Hingegen spricht wenig für ein geplantes Sinken der *Haushaltssparquote* – entgegen den geradezu ritualisierten Behauptungen von Politikern und Vertretern der Finanzinstitutionen, die Jugend spare nicht mehr, und die Sparkultur sei im Konsumwahn generell verloren gegangen.¹⁹ Maßgebend dafür ist nicht bloß die Unsicherheit und der, angesichts eher stagnierender Realeinkommen, größere Zwang zum Ansparen, nicht zuletzt auf Wohnraum. Sparen ist ein Luxusgut (Keynes 1936); mit steigendem materiellen Wohlstand steigt das Vorsichts- und Absicherungsmotiv in der Wertehierarchie relativ zum Erwerb weiterer Konsumgüter. Hinzu kommen strukturelle Faktoren, wie die rasch steigende Bedeutung der Erbgeneration (Zunahme der Nachlass-Einkommens-Relation),²⁰ die zunehmend ungleiche personelle Einkommensverteilung, die den Anteil von Personen mit hoher Sparfähigkeit erhöht,²¹ sowie ein rasch zunehmender Anteil der (Finanz-)Vermögen (funktionelle Verteilung), deren Erträge weitgehend gespart werden.

Zugunsten einer Senkung der Haushaltssparquote, werden zumeist zwei Argumente angeführt: Erstens die möglicherweise höhere Verschuldung und geringere Sparfähigkeit der im Aggregat Haushalte enthaltenen nicht als Kapitalgesellschaften organisierten, somit zumeist kleineren Unternehmen (European Central Bank 2012, 99); bisher konnte das allerdings das Haushaltssparen im Aggregat nicht überkompensieren. Zweitens soll die Alterung der Gesellschaft die Spartätigkeit gemäß der Lebenszyklushypothese reduzieren. Dagegen spricht neben der unklaren empirischen Evidenz für diese Hypothese im Allgemeinen (Hall and Miskin 1982; Skinner 1988; Zeldes 1989; anders Beznoska and Steiner 2012), der geringe Anteil der Altvorsorge an den Gesamtsparrnissen, die zunehmende Problematik des Ansparens wie Probleme der Gestaltung und Steuerung des Entsparens im Alter: Einerseits müsste das Ansparevolumen angesichts der zunehmenden Länge der Periode zwischen Pensionsantritt und Ableben außerordentlich hoch sein (was keineswegs zu beobachten ist), um einen auch bloß annähernden Ausgleich über den Lebenszyklus zu ermöglichen, und andererseits ist das Tempo des Entsparens im Alter infolge der individuell immer schwerer abschätzbaren Lebenserwartung de facto unkalkulierbar geworden; beides – höheres Ansparen wie vorsichtigeres Entsparen – spricht eher für eine *Erhöhung* als eine Senkung der Haushaltssparquote.²²

¹⁹ Umfragen zeigen eine trotz sinkender Einkommen eher steigende Sparbereitschaft der Jugend: „Jugendliche und junge Erwachsene in Deutschland sparten 2012 deutlich fleißiger als im Vorjahr. Von durchschnittlich 466 Euro, die ihnen monatlich zur Verfügung stehen, legen sie etwa 130 Euro auf die Seite. 2011 waren dies noch 112 Euro. Damit ist der Sparbetrag um 16 Prozent gestiegen. Die Sparquote der jungen Erwachsenen liegt bei 28 Prozent und ist damit nicht nur höher als im Vorjahr, sondern auch fast dreimal so hoch wie die der privaten Haushalte in Deutschland insgesamt, die 2011 bei rund 11 Prozent lag (Quelle: Deutsche Bundesbank). Zu diesem Ergebnis kommt eine repräsentative Online-Umfrage der Deutschen Bank anlässlich des Internationalen Tags der Jugend unter mehr als 1.000 jungen Menschen. Bemerkenswert ist, dass der Sparbetrag steigt, obwohl das Einkommen der Jugendlichen aus Taschengeld, Nebenjobs, Ausbildung und Berufstätigkeit im Vergleich zum letzten Jahr um durchschnittlich 37 Euro gesunken ist. ... Damit ist insgesamt unter den jungen Menschen die Bereitschaft gestiegen, trotz geringeren Einkommens mehr Geld auf die hohe Kante zu legen.“ (FAZ 27.10.2014)

²⁰ Gemäß einer Befragung der Oesterreichischen Nationalbank (Mooslechner und Schürz 2009) haben 38% der österreichischen Haushalte bereits einmal geerbt, von denjenigen mit einem Haushalts-Nettoeinkommen über € 3000 sogar 50%. Im Durchschnitt wurden 56 Tsd. € Geldvermögen vererbt, allerdings mit starker Konzentration im oberen Bereich (Median-Erbschaft bloß 22 Tsd. €). Nach einer deutschen Befragung (Finanzgruppe 2007) legten 43% der Erben ihre Erbschaft längerfristig in Finanztiteln an; das resultiert nicht zuletzt daraus, dass zwei Fünftel der Erben über 65 Jahre alt sind. Das hohe Alter der Erben bedeutet zugleich, dass – entgegen den üblichen Annahmen – die Versorgung der Nachkommen nicht das dominierende Vererbungsmotiv sein kann.

²¹ Nach Saez and Zucman (2012) konnten die bottom 90% der US-Amerikaner zwischen 1986 und 2012 keine Nettoersparnisse bilden (Sparquote 0%), wogegen die Sparquote der reichsten 10% bei 22% und die des reichsten Prozent bei 36% lag.

²² Die Lebenserwartung von Männern (bei der Geburt) ist in Österreich zwischen 1982 und 2012 um fast 10 Jahre (13%) auf 78 Jahre gestiegen; bei einem unveränderten Pensionsantrittsalter von 60 Jahren bedeutet das eine Verdoppelung der Periode, für die angespart werden muss von 9 auf 18 Jahre. Hielte der

Wird die Sparschwemme anhalten?

Die Wirtschaftspolitik sollte sich somit nicht darauf verlassen, dass die gegenwärtige Sparschwemme mit der Besserung der Konjunktur wieder verschwindet; Vieles spricht dafür, dass die weltweit (geplanten) Finanzierungsüberschüsse anhalten. Für die wohlhabenden Industriestaaten entspricht das, wie vorne gezeigt wurde, nicht bloß der historischen Erfahrung sondern auch dem langsamen Wachstum: der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen genügt für die Ausweitung des Produktionspotentials, und Vorsichtsmotiv, Vermögensverteilung und Alterung sprechen für eine zumindest gleichbleibend hohe Sparquote. Doch auch die Finanzierungsüberschüsse der übrigen Welt zeigen wenig Tendenz einer Verringerung (siehe die Argumentation im Kasten). Geht man davon aus, dass die US-amerikanischen Spardefizite, die

Verringerung des weltweiten Sparüberschusses?

China: Zwar dürften die Leistungsbilanzüberschüsse, nicht zuletzt infolge der stärker Binnenfrageorientierten Politik der Regierung und der Problematik eines weiteren Aufbaus der Währungsreserven kleiner werden, doch sollte das Ausmaß nicht überschätzt werden. Ein weitgehender Abbau würde eine kräftige Aufwertung erfordern, die aus Beschäftigungs-politischen Gründen wie wegen des dadurch bedingten Wertverlusts der Dollar-Reserven wenig wahrscheinlich ist. Die angestrebte Binnenorientierung der extrem exportorientierten Produktionsstruktur wird nicht leicht fallen und bloß partiell umgesetzt werden können. Die derzeit noch extrem hohe Investitionsquote wird vermutlich stärker zurückgehen als die Haushaltssparquote. Maßgebend dafür ist der Zwang zu privater Vorsorge für Gesundheit und Alter sowie für die als extrem wichtig gehaltene Ausbildung der Kinder. Verändern dürfte sich allerdings die Anlagestrategie der Regierung: Zunehmend werden US-amerikanische festverzinsliche Werte durch (z.T. strategische) Direktinvestitionen ersetzt; der weltwirtschaftliche Finanzierungsüberschuss bleibt dadurch allerdings unverändert.

SO-Asien: Auch hier wird das Ausmaß der Reservenakkumulation eingeschränkt werden, doch ist aus Beschäftigungs-politischen wie wettbewerbsmäßigen Gründen kein Ende der nun schon jahrzehntelang anhaltenen Leistungsbilanzüberschüsse zu erwarten.

Rußland und Failing States: Weder ist mit einem Ende der Kapitalflucht, eher mit deren Verstärkung, zu rechnen, noch damit, dass es diesen Ländern in absehbarer Zeit gelingt, Finanzinstitutionen zu schaffen, die der Bevölkerung sichere und attraktive Anlagemöglichkeiten bieten.

Europa: Wie vorne gezeigt wurde, hält der Trend relativ (zum BIP) konstanter Finanzierungsüberschüsse der Haushalte unvermindert an, und die Kapitalgesellschaften tendieren ihre Finanzierungsdefizite weiter zu reduzieren. Maßgebend dafür ist die mangelnde Notwendigkeit Kapazitäts-erweiternder Netto-Investitionen, da der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen ausreicht, die relativ sinkenden Preise der Investitionsgüter und die hohen Gewinne, die nicht bloß weitgehende Selbstfinanzierung ermöglichen, sondern darüber hinaus Aufkäufe anderer Firmen und Aktienrückkäufe. Der Versuch einer EU-weiten Reduzierung der Staatsverschuldung verschärft die Diskrepanz zwischen geplantem Sparen und geplanter Verschuldung.

USA: Die USA stellen schon seit Längerem die wichtigste – eigentlich die einzige – ‘Senke’ für die Finanzierungsüberschüsse der Welt dar. Die Beendigung ihrer (Land-)Kriege, die Aktivierung ihrer Energie-Handelsbilanz infolge des Fracking sowie der zunehmende Widerstand des Kongresses gegen Budgetdefizite und zusätzliche Staatsschulden lassen es als sehr wahrscheinlich erscheinen, dass die ‘Senkenfunktion’ der USA geringer wird; desto schärfer stellt sich demgemäß das Problem der Finanzierungsüberschüsse der restlichen Welt.

Altern: Vielfach wird gemäß der Lebenszyklushypothese vermutet, dass das rasche Altern der Bevölkerung in den meisten Staaten das Problem der Finanzierungsüberschüsse rasch verschwinden lassen wird. Dagegen spricht Mehreres: Zunächst die schwache empirische Evidenz für die Lebenszyklushypothese im Allgemeinen und der geringe Anteil der Altersvorsorge an den Gesamtersparnissen. Die rasch steigende Lebenserwartung bei unveränderter Länge der Erwerbsperiode müsste die Sparquote sogar kräftig steigen lassen. Schließlich wird die Kalkulation des entsprechenden Entsparens im Alter infolge der rasch zunehmenden Lebenserwartung fast unmöglich, sodass im Alter vorsichtshalber eher zu wenig entspart wird.

Q.: Tichy 2014

gegenwärtige Trend an, stiege die Lebenserwartung 2042 auf 88½ Jahre und die Periode, für die angespart werden müsste auf 28 Jahre. Noch dramatischer werden die Ergebnisse, wenn man von der Lebenserwartung 60-jähriger Männer ausgeht, die zwischen 1982 und 2012 um 31% gestiegen ist.

derzeit als die wichtigste ‘Senke’ für die weltweiten Sparüberschüsse dienen, reduziert werden, wird sich die Situation weltweit sogar weiter verschärfen. Wenn aber die Sparschwemme, selbst abgeschwächt, anhält, werden auch die Zinsen niedrig bleiben, was die Belastung der Schuldner niedrig hält und höhere Verschuldungsniveaus erlaubt.

Auf den klassischen Anpassungsmechanismus über den Zinssatz kann die Wirtschaftspolitik weder auf Grund der gegenwärtigen Erfahrung noch der empirischen Erkenntnisse über die Höhe der Elastizitäten vertrauen. Es bedarf daher wirtschaftspolitischer Konzepte zur Vermeidung einer rezessiven Anpassung der anhaltend hohen Sparpläne an die geringe Verschuldungsbereitschaft von Wirtschaft, Staat und Ausland – mehr noch zur Überwindung der *bereits herrschenden* rezessiven Anpassung – und ihrer Ursachen. Es gilt die Wohlfahrtsverluste zu vermeiden, die aus unterausgelasteten Kapazitäten bei zugleich unzureichender bzw. sogar verrottender materieller wie vor allem immaterieller Infrastruktur resultieren (IMF 2014, chpt.3). Das ist eine schwierige Aufgabe, weil weder die Sparpläne der Haushalte noch die Investitionen der Firmen noch die Leistungsbilanz (Finanzierungssaldo des Auslands) von der Politik unmittelbar gesteuert werden können. Schon die derzeit existierende Sparschwemme erforderte eine Verringerung der Sparpläne der Haushalte oder eine Erhöhung der Verschuldungsbereitschaft von Wirtschaft und Staat.²³ Dass die negativen Finanzierungssalden des Staates (Budgetdefizit), die derzeit wichtigste ‘Senke’ des jeweiligen nationalen Finanzierungsüberschusses, in der ganzen EU (zugleich) verringert werden sollen, verschärft die schon bestehenden Verwerfungen erheblich.

Ansatzpunkte der Wirtschaftspolitik

Wie allgemein bekannt aber weithin vernachlässigt, muss die Summe der Finanzierungssalden ex post definitiv null sein, d.h. dem Finanzierungsüberschuss der Haushalte müssen gleich große Finanzierungsdefizite der übrigen Sektoren, Unternehmen, Staat und Ausland gegenüberstehen. Soll die Differenz zwischen Sparplänen und fremdfinanzierten Investitionen verringert werden, muss daher entweder weniger gespart oder mehr investiert werden, bzw. in der europäischen Gegenwart: Soll die Staatsschuld verringert, d.h. Budgetüberschüsse erzielt werden, müssen entweder die Sparüberschüsse der Haushalte reduziert oder die Verschuldung der Unternehmen oder des Auslands erhöht werden. Die Wirtschaftspolitik steht dabei vor einer schwierigen Aufgabe, weil die Spar- und Investitionspläne von einer Vielzahl, auch psychologischer Faktoren abhängen und sich wechselseitig beeinflussen. In den letzten zwanzig Jahren bestand eine deutlich negative Korrelation zwischen den Finanzierungssalden von Öffentlicher Hand einerseits und Haushalten und Firmen andererseits, sowie zwischen Unternehmen und Ausland; die Finanzierungssalden von Haushalten und Unternehmen hingegen waren positiv korreliert (Übersicht 3), wie das schon Steindl ([1982] 1990) angenommen hatte. Wenn der Staat somit sein Budgetdefizit (negativer Finanzierungssaldo) senkt, müssen die Unternehmen ihre Verschuldung (negativer FS) erhöhen oder die Haushalte ihre Spartätigkeit (positiver FS) reduzieren. In einer Rezession wird beides nicht leicht durchzusetzen sein; es besteht die Gefahr, dass beide Sektoren an ihren Plänen festhalten. Eine Politik des europaweiten Staatsschuldenabbaus ohne genau überlegte Begleitmaßnahmen muss zu sinkender Nachfrage führen: des Staates, wenn die Staatsausgaben eingeschränkt, oder der Haushalte, wenn die Steuern erhöht werden. Zu einer Übereinstimmung von geplanten (ex ante) und realisierten (ex post) Finanzierungssalden kommt es erst, wenn die Sparfähigkeit durch reduzierte Einkommen oder Arbeitslosigkeit auf das Niveau der Verschuldungspläne gesunken ist – eine recht problematische Form der Anpassung.

²³ Die etwa ausgeglichene Leistungsbilanz, der Finanzierungssaldo des Auslands, kann und sollte nicht nennenswert verändert werden.

Übersicht 3: Korrelationskoeffizienten der Finanzierungssalden

	Öffentl. Hand	Unternehmen*	Ausland
Haushalte	-0,86	0,51	0,21
Öffentl. Hand		-0,77	-0,06
Unternehmen*			-0,54

* Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften

Angesichts seiner quantitativen wie geografischen Dimension und der unzureichenden Ansatzpunkte muss die Politik das Problem im Rahmen eines umfassenden und konsistenten Konzepts mittels eines Bündels von Maßnahmen von verschiedenen Seiten her angehen. Der nächstliegende Ansatzpunkt, die Investitionen durch *Steigerung des Wachstums* auf die Höhe der geplanten Ersparnisse zu heben, ist nicht leicht zu realisieren und stößt an trade-offs mit anderen Zielen: Expansive Fiskalpolitik gegen das Ziel des Abbaus von Budgetdefiziten und Staatsverschuldung, rascheres Wachstum als solches gegen Umweltziele. Es bedarf daher umfassender und komplexer Ansätze. Abgesehen davon, dass auf diesem Gebiet noch erheblicher Forschungsbedarf besteht, wird hier ansatzweise versucht, ein konsistentes Maßnahmenpaket zu konzipieren: Vertrauensbildung, nicht zuletzt durch Vermeidung der Fehler der bisherigen Geld- und Fiskalpolitik, Reduzierung des geplanten Sparens, Steigerung der privaten Investitionen und Wiederbelebung des Kapitalexports in aufstrebende Volkswirtschaften. Vermutlich wird jede der Maßnahmen zur Verringerung des Sparens und zur Erhöhung der privaten Investitionen das Problem bloß geringfügig reduzieren, wenn auch der kombinierte Effekt des Pakets relevant sein dürfte. Dennoch wird man zur Beseitigung der Verwerfungen letztlich um eine Steigerung der 'produktiven' zukunftssträchtigen Investitionen des Staates nicht herumkommen; dafür bedarf es jedoch neuer Wege der Finanzierung, die die Aversion gegen Staatsschulden überwinden.

Vertrauensbildung durch Vermeidung von Fehlern der Politik

Die wohl wichtigste Strategie zur Beseitigung der Sparschwemme wären Maßnahmen, die die Verunsicherung der Sparer wie der Investoren beseitigen; sie würden das Problem von beiden Seiten angehen, da sie die Sparpläne und damit die Ersparnisse reduzieren und den Konsum steigern, wodurch höhere Investitionen angeregt werden. Reduzierung der Verunsicherung ist jedoch eine keineswegs leicht zu realisierende Strategie. Eine stetige, vorhersehbare und glaubwürdige Politik – eine Politik „auf die man sich verlassen kann“ (Hartmann 2011) – könnte dazu allerdings erheblich beitragen. Um klar zu machen, worum es dabei geht, einige illustrative Beispiele aus der Vergangenheit:²⁴

- Die Politik verliert an Glaubwürdigkeit, wenn sie versucht, (US-amerikanische) Kriege oder (europäische) Bankensanierungen aus dem laufenden Budget zu finanzieren; gleiches gilt für die 'Strategie' Pensionen bei steigender Lebenserwartung ohne Erhöhung des Eintrittsalters zu finanzieren. Die Bürger fühlen sich in allen diesen Fällen getäuscht, wenn ihnen die Folgen der jeweiligen Politik bewusst werden.
- Ähnlich wirken unrealistische Zielsetzungen der Politik, wie etwa die (überdies oktroyierten) Maßnahmen zur Sanierung der südeuropäischen EU-Mitgliedstaaten in der Finanzkrise, die bereits bei der jeweiligen Beschlussfassung überholt waren, deren zwangsläufige – und grundsätzlich vorhersehbare – 'Verfehlung' die Krise massiv verschärfte und das Vertrauen in die Maßnahmen wie in die Politik untergrub (Tichy 2013).

²⁴ Die etwas umfangreichere Illustration soll einerseits auf die Bedeutung gerade dieses Aspekts hinweisen und zugleich klarstellen, dass es sich bei der Forderung nach Sicherheit schaffenden und vertrauensbildenden Maßnahmen keineswegs um leere Phrasen oder unrealistische Forderungen handelt.

- Gleichermaßen Vertrauens-schädigend, weil falsche Erwartungen weckend, waren die überzogenen Lissabon-Ziele oder das gegenwärtige Ziel einer Anhebung der Industriequote von 16% auf 20% bis 2020, was mangels Realisierbarkeit zu Enttäuschungen führen muss. Ähnliches scheint sich bei der Strategie Europe 2020 zu wiederholen (Aiginger 2014).
- Als letztes Beispiel seien falsche bzw. problematische Maßnahmen der Wirtschaftspolitik erwähnt: Dazu zählt die derzeit gängige Kombination restriktiver Fiskal- mit expansiver Geldpolitik, deren Maßnahmen einander konterkarieren, ebenso wie die mechanische Oktroyierung einer Schuldenbremse, gleichermaßen auf Staaten, die tatsächlich ihre Schulden-Belastungs- und Finanzierbarkeitsgrenze überschritten haben, wie auf solche bei denen das keineswegs der Fall ist (Schoder 2014; Afonso and Jalles 2014), und die daher durch kreditfinanzierte Infrastrukturinvestitionen zur Überwindung der Rezession beitragen könnten.

Reduzierung des geplanten Sparens

Ein eventueller Abbau der Finanzierungsüberschüsse durch Reduktion der Sparpläne hat zumindest fünf Aspekte. Erstens geht es um die Verringerung des so genannten „Angstsparens“, des Aufschiebens dauerhafter Konsumgüterkäufe in ‘sichere Zeiten’, bzw. des Zurücklegens von Finanzmitteln für befürchtete, noch unbekannte Risiken; sie setzt die oben besprochene Verringerung der Unsicherheit durch *vorhersehbare und glaubwürdige Politik* voraus. Allerdings erfordert der Aufbau von Glaubwürdigkeit eher Jahrzehnte als Jahre, und es kommt dafür nicht bloß auf die nationale Politik sondern auch auf die Lage der Weltwirtschaft an.

Selbst wenn es gelänge, die Verunsicherung abzubauen, käme man doch um erhebliche *Systemreformen* nicht herum.

“[T]o ensure equilibrium conditions of prosperity over a period of years it will be essential, either that we alter our institutions and the distribution of wealth in a way which causes a smaller proportion of income to be saved, or that we reduce the rate of interest sufficiently to make profitable very large changes in technique or in the direction of consumption which involve a much larger use of capital in proportion to output. Or, of course, as would be wisest, we could pursue both policies to a certain extent.” (Keynes 1937, 16)

Zu den Systemreformen gehört zunächst die *Verringerung der Sparpläne* durch Beseitigung von Sparanreizen wie Sparförderung und attraktive Zinsen; für kurzfristige Ersparnisse, die wegen ihrer Kurzfristigkeit und Risikoferne für die Investitionsfinanzierung kaum brauchbar sind, sind selbst Negativzinsen (Gebühr für sichere Aufbewahrung) denkbar. Da der Öffentlichkeit (und den Politikern) die Antagonie zwischen individueller und makroökonomischer Bedeutung des Sparens nicht bewusst ist, stellen derartige Maßnahmen einen massiven Kulturwandel dar; sie können daher bloß in kleinen Schritten und mit demgemäß beschränkter Wirkung durchgesetzt werden.

Angesichts der unterschiedlichen Sparneigung der verschiedenen Einkommenschichten (Saez und Zucman 2014)²⁵ empfehlen sich zur Verringerung der (geplanten) Spartätigkeit drittens *Maßnahmen der Umverteilung*,²⁶ vor allem eine deutlichere Progression des gesamten

²⁵ Ramskogler (2014, 16) zeigt für die USA eine deutlich negative Korrelation zwischen dem Ginikoeffizienten des verfügbaren Einkommens und der Netto-Sparquote.

²⁶ Reduzierung des Haushaltssparens ist natürlich bloß ein, und nicht das wichtigste Argument für eine weniger ungleichmäßige Einkommensverteilung. Abgesehen von ethischen Überlegungen geht es vor allem um die Konzentration der Macht in Staat und Gesellschaft: “In recent U.S. elections, billionaires have poured extensive resources into supporting their favored candidates and causes. In addition, wealthy individuals have bankrolled advocacy campaigns at the state level – for example, in support of same-sex marriage and marijuana legalization or in opposition to Obama's health care reform and higher taxes on the wealthy. Aided by friendly Supreme Court rulings and the rising cost of election campaigns, affluent

Abgabensystems (nicht bloß der Besteuerung), sowie eine Verlagerung der Besteuerung von Arbeit zu Kapital und Emissionen; dabei kommt der Besteuerung von Erbschaften, Finanztransaktionen und von Kohlendioxyd besondere Bedeutung zu.

Viertens muss die *Sozialversicherung* in einer Weise reformiert werden, die die Zweifel an ihrer Finanzierbarkeit beseitigt. Das erfordert einerseits eine Anpassung an die steigende Lebenserwartung, andererseits eine Neudefinition der Leistungsbereiche. Solange das nicht der Fall ist, bleibt die Verunsicherung bestehen, und es kommt zu einer 'Übervorsorge' für das Alter durch Sozialversicherungsbeiträge *und* privates Sparen, die letztlich zur Finanzvermögensbildung der Erben beiträgt (siehe Fußnote 22).

Fünftens bedarf es der *Umleitung der Ersparnisse der Haushalte* in Formen, die für die Finanzierung der Investitionen besser geeignet sind, also längerfristig, riskanter und Eigenkapitalnäher.²⁷ Das bedeutet nicht bloß die Herausforderung für die Finanzinstitutionen *entsprechende Anlageformen zu entwickeln*, die auch für kleinere Sparer attraktiv und handhabbar sind. Die Wirtschaftspolitik wird einerseits die steuerliche Schlechterstellung der Eigenkapitalfinanzierung beseitigen und andererseits Regulierungen und Institutionen schaffen müssen, die verhindern, dass die niedrigen Zinssätze wie in der Vergangenheit destabilisierende Spekulation auslösen; dies nicht bloß in Form dubioser Finanzkonstrukte sondern auch in Form von Spekulation auf Immobilien- und Gütermärkten.

Steigerung der Investitionen der Wirtschaft

Nach herrschender Meinung wird die EU erst dann wieder nachhaltig wachsen, wenn es gelingt die Investitionen zu stimulieren. Die Versuche der EZB, die Investitionen durch *massive Liquiditätszufuhr* via Bankkredite zu stimulieren, erwiesen sich als wenig erfolgreich: Für die Finanzierung der Innovation junger und kleiner Unternehmen mangelt es in der EU an finanzieller Infrastruktur (Veugelers and Cincera 2010a; 2010b) und die Investitionsbereitschaft der Kapitalgesellschaften ist angesichts der ungenügenden Kapazitätsauslastung und der relativ guten Gewinne gering. Weniger klar ist, warum die Konzerne die niedrigen Zinssätze nicht für Innovationen nutzen; Unsicherheit und mangelnde F&E scheinen dabei zusammen zu spielen. Eher als durch Investitionen versuchen die Konzerne in einer solchen Situation durch den Aufkauf von Konkurrenten zu wachsen, bzw. ihre Position durch den Aufkauf eigener Aktien zu verbessern (was beides zumindest nicht wachstumsfördernd und überdies in Bezug auf den Savings glut ein Nullsummenspiel ist). Effektiver als Geldpolitik wäre daher eine scharfe *Wettbewerbspolitik*, die die Konzerne zu Innovationen in neuen Geschäftsfeldern zwingt und Konzentrations-fördernde Zusammenschlüsse einschränkt. Auch sollte überlegt werden durch abgabenrechtliche Maßnahmen Art und Zusammensetzung der Investitionen zu ändern: Die hohe Belastung von Arbeit relativ zu Kapital drängt die Unternehmungen in 'Rationalisierungs'-Investitionen, die Arbeit durch Kapital ersetzen; das erhöht nicht bloß die Arbeitslosigkeit sondern verringert auch die Flexibilität der Unternehmen, sich an geänderte Marktbedingungen anzupassen. Investitionsstimulierung durch Kreditpolitik könnte am ehesten für KMUs und Start-ups funktionieren (siehe dazu EU 2014; Veugelers and Cincera 2010a; 2010b).

Ergänzend könnte auch das Instrument der *Kreditversicherung* überlegt werden; sie müsste allerdings auf besondere Fälle eingeschränkt werden, um eine Sozialisierung der Risiken zu

people have discovered that they are in a strong position to influence policy responses to a variety of different issues." (West 2014).

²⁷ Die diesbezüglichen Probleme der USA sind trotz geringer Sparquote geringer, weil die sehr viel breitere Anlage der Ersparnisse in Aktien die Verschuldungs- und Risikoprobleme mildert.

vermeiden. Schließlich könnten steuerliche Maßnahmen dazu beitragen, den Trend von Real- zu Finanzanlagen jedenfalls zu stoppen, wenn schon nicht umzukehren.

Erhöhung der Investitionen des Staates und ihre Finanzierung

Insgesamt dürften die in den vorstehenden Absätzen erörterten Maßnahmen das Grundproblem der Sparschwemme quantitativ auf kurze und mittlere Sicht kaum lösen, wenn auch nicht übersehen werden darf, dass auch „Kleinvieh Mist macht“ und auf lange Sicht durchaus gewisse Erfolge zu erwarten sind. Auf kurze und mittlere Sicht wird man aber um eine Kompensation der Sparüberschüsse durch Verschuldung des Staates für Infrastruktur-Investitionen im weitesten Sinn, von materieller über immaterielle Infrastruktur bis zu Investitionen in die Umwelt, nicht herkommen.²⁸ Für eine Wohlstandsgesellschaft ist das eine nahe liegende Lösung, auf die Galbraith (1958) mit dem Beispiel immer größerer und teurerer PKW auf immer schlechteren Strassen schon vor mehr als einem halben Jahrhundert hingewiesen hat, und die auch im Programm EU 2020 angepeilt wird. Tatsächlich steigt der Bedarf an Infrastruktur in wohlhabenden Gesellschaften aus verschiedenen Gründen. Zwar gilt auch für die traditionelle Infrastruktur, dass bei langsamem Wachstum kaum Netto-Investitionen erforderlich sind;²⁹ der Bedarf an modernen öffentlichen Infrastrukturgütern wie saubere Umwelt, Energie- und Informationsnetzen aber auch an öffentlichen Verkehrsleistungen, nimmt jedoch in den für wohlhabende Gesellschaften typischen Verdichtungsräumen nicht bloß objektiv stark zu, mit steigendem Wohlstand verbessern diese Güter auch ihre Position in der subjektiven Wertehierarchie. Noch viel stärker gilt das für die *immaterielle* Infrastruktur wie Bildung oder Forschung und Entwicklung, die mit steigendem Wohlstand nicht bloß in der Wertehierarchie aufsteigen, sondern auch für den künftigen Wohlstand entscheidend sind.

Trotz ihrer objektiven und subjektiven Bedeutung wurden die staatlichen Investitionen in der Währungsunion in den letzten Jahren stark gekürzt: Sie sind von 2,6% des BIP im Jahr 2007 auf zuletzt 2,1% gefallen, was einem Rückgang um ein Viertel entspricht. Maßgebend dafür ist in erster Linie die Aversion gegen Schulden im Allgemeinen und gegen Staatsschulden im Besonderen, die durch die Finanzkrise massiv verstärkt wurde. Sie ist insofern gerechtfertigt, als die stark steigende staatliche Verschuldung vielfach aus Schulden-finanziertem Staatskonsum oder fragwürdigen Infrastrukturprojekten resultiert, in der Finanzkrise auch aus problematischen Sanierungen von Finanzinstituten. Als Reaktion darauf sieht der Fiskalpakt einen undifferenzierten Abbau von Budgetdefiziten und Staatsverschuldung vor, was – mangels Reformen in Verwaltung und Neuformulierung der Staatsaufgaben generell – vor allem die öffentlichen Investitionen trifft. Unbeschadet des Erfordernisses, Staatsausgaben und Staatsschulden nicht ausufern zu lassen, spricht gerade derzeit vieles für ein Programm kreditfinanzierter, primär immaterieller staatlicher Infrastrukturausgaben:

- Die Zinsen werden, wie vorne gezeigt wurde, mit dem Anhalten der Sparschwemme wohl auf längere Sicht niedrig bleiben, real vielfach sogar negativ.
- Investitionen, vor allem solche in Bildung, Forschung und Umwelt nützen künftigen Generationen mehr noch als der gegenwärtigen – eine Kreditfinanzierung ist daher nicht bloß sinnvoll sondern auch generationengerecht fair.

²⁸ Es geht dabei nicht um „keynesianische“ Politik zur Steigerung des Wachstums, sondern um eine Kompensation des Sparschwemmen-bedingten Nachfrage-Ausfalls und die Vermeidung des vicious circle einer rezessiven Anpassung.

²⁹ Der Begriff „Netto-Investition“ ist angesichts der problematischen Planungs- und Buchhaltungstechnik der öffentlichen Hand, derzufolge Investitionen nicht abgeschrieben werden, allerdings nicht unproblematisch.

- Ein Abbau der Staatsschulden ist zwar in einigen Ländern, die zugleich auch an anderen Problemen leiden, empfehlenswert, keineswegs aber in allen; die Staatsschuldenproblematik wird von Politik und Medien, wie auch von Teilen der Wissenschaft erheblich überschätzt. Wie erwähnt zeigen neuere empirische Arbeiten, dass die Höhe der Staatsverschuldung bestenfalls in einzelnen Ländern problematisch ist.
- Eine kreditfinanzierte Verbesserung der Infrastruktur würde nicht bloß Wohlfahrts-steigernd wirken und zur Angleichung der Investitionen an die Sparpläne beitragen, sie wäre auch konjunktur- und beschäftigungspolitisch anzuraten.³⁰

Angesichts der Größe des Problems dürfen sich die Maßnahmen allerdings keineswegs auf ein öffentliches kreditfinanziertes Infrastrukturprogramm konzentrieren, wie es sich in der Diskussion um das 300 Mill.€-Programm der neuen EU-Kommission andeutet. Es bedarf eines sehr viel breiteren Ansatzes. Da wirklich neue Lösungsansätze und Instrumente kaum zu erwarten sind, müssen die schon bisher versuchten Konzepte innovativ kombiniert und sinnvoll differenziert projektspezifisch angewendet werden.

- Für manche Projekte, vor allem im Bereich der Gemeinden, könnte sich eine *Privatisierung* (Outsourcing) als geeignete Staatsfinanzierungs-sparende Lösung erweisen.
- Auch die Anwendungen von *PPP* dürften noch keineswegs ausgereizt sein, wenn auch die Probleme bei der Aufteilung der nicht leicht vorhersehbaren Risiken auf die Partner nicht unterschätzt werden sollten.³¹
- Bei allen Auslagerungen von Infrastruktur-Investitionen an Private stellt sich allerdings das Problem der höheren Kosten: Private müssen höhere Kreditzinsen zahlen und sie verrechnen einen Gewinnzuschlag; das kann, muss aber nicht, durch höhere Effizienz kompensiert werden. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass im Fall einer rechtlichen oder psychologischen Schuldenbremse die Alternative zur Auslagerung der *Verzicht* auf die jeweilige Investition wäre; insofern sind eventuell höhere Kosten privater Finanzierung als 'Preis' der Selbstbindung (durch die Schuldenbremse) zu verstehen. Eine in Österreich bewährte Lösung (Asfinag) ist die *Ausgliederung in eine staatliche Gesellschaft mit eigenen Einnahmen*, für deren Kredite der Staat haftet. Das spart Kreditkosten; allerdings: Haftungen sind letztlich verdeckte potentielle Staatsschulden.
- Der vorstehende wie auch die nachfolgenden Lösungsansätze setzen daher einen Abbau der *Aversion gegen Staatsverschuldung* voraus, nicht bloß der Öffentlichkeit und der Medien sondern auch der Politiker und des EU-Beamtenstabs. Es muss klar gestellt werden, dass Investitionen, die auch kommenden Generationen nützen, keineswegs ausschließlich von der gegenwärtigen finanziert werden müssen (und sollen). Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit einer solchen Kampagne ist aber wiederum eine sparsame, nachhaltige, glaubhafte und auf Effizienz gerichtete Staatsausgaben-Politik. Schoder (2014) und Afonso and Jalles (2014) führen gute Argumente an, dass der Spielraum für Staatsverschuldung bloß in wenigen Staaten voll ausgeschöpft ist.

³⁰ "During periods of low growth, a public investment spending shock increases the level of output by about 1½ percent in the same year and by 3 percent in the medium term. ... The output effects are larger when public investment shocks are debt financed than when they are budget neutral." (IMF 2014, 82f)

³¹ "PPPs offer a limited avenue for increasing infrastructure investment, provided that they are appropriately structured. Although they offer an increasingly popular vehicle for providing infrastructure, they are no panacea. It is important to ensure that PPPs are carried out for the right reasons (increasing efficiency) rather than being driven by a desire to move expenditure off budget and debt off balance sheet. High priority should be given to strengthening countries' capacity to identify and select opportunities for PPPs; establish appropriate legal and regulatory frameworks for such operations; structure contracts to ensure an adequate transfer of risks to the private partner, including through appropriate pricing of such risks; and appropriately reflect PPPs in the fiscal accounts and in debt-sustainability analysis." (Akitoby et al 2007).

- Zusätzliche Mittel für die Infrastrukturfinanzierung schlugen Griffith-Jones and Cozzi (2014) durch eine *weitere Kapitalerhöhung der EIB* und durch Erhöhung der Leverage des EIB-Potentials mittels eines Haftungsfonds vor; sie glauben damit 300 Mrd. € Infrastruktur-Investitionen zu finanzieren und 5 Mill. Arbeitsplätze zu schaffen.
- Letztlich aber scheint es unvermeidlich – als logische und am ehesten zielführende Maßnahme – auf das alte *Budgetsplitting* in einen laufenden („ordentliche Gebarung“) und einen Investitionshaushalt („außerordentliche Gebarung“) zurückzugreifen. Dafür bedarf es allerdings – anders als früher – strikter Regeln: Erstens müsste der laufende Haushalt strukturell bereinigt *stets* Überschüsse in vorgegebener Höhe aufweisen, da – wie auch in der Wirtschaft – die Investitionen nur zum Teil schuldenfinanziert sein sollten. Zweitens dürften bloß neue, keineswegs Ersatzinvestitionen kreditfinanziert werden. Drittens müsste es eine taxative Liste der schuldenfinanzierbaren Investitionen geben, mit der jeweils erlaubten maßnahmenspezifischen Fremdfinanzierungsquote; diese sollte je nach der Wichtigkeit und der Lebensdauer der Investitionsobjekte variieren.

'Normalisierung' des Kapitalexports?

Als letzter Ansatzpunkt zur Überwindung der Sparschwemme sei der Kapitalexport erwähnt. Er war der klassische Weg der Verwendung der Sparüberschüsse (relativ) wohlhabender Volkswirtschaften und diente der Finanzierung der Investitionen in aufholenden Ländern. Dabei handelte es sich entweder um Kredite an kulturell-gesellschaftlich nahe stehende Länder (etwa Genua/Spanien, Holland/England, England/Frankreich bzw. Deutschland), an unterentwickelte Landesteile (etwa Österreich-Ungarn/östliche Landesteile), oder Kolonien (England bzw. Frankreich), deren Rechtssystem das Mutterland 'im Griff' hatte. Dieser Mechanismus ist in großen Teilen der Welt zusammengebrochen: Viele asiatische Länder fragen, wie erwähnt, kaum Auslandskapital nach, weil sie ein anderes Modell gewählt haben, andere wegen der schlechten Erfahrungen in der SO-Asien Krise; viele Länder, etwa im Nahen Osten oder in Afrika, sind politisch instabil und stehen den Kapitalgebern kulturell-gesellschaftlich eher fern – man vertraut nicht mehr in die Rechtssicherheit. Insofern, und mangels entsprechender Finanzinstitutionen in den weniger entwickelten Ländern (Cornelli 2009) fließt Kapital derzeit eher "uphill", in Richtung

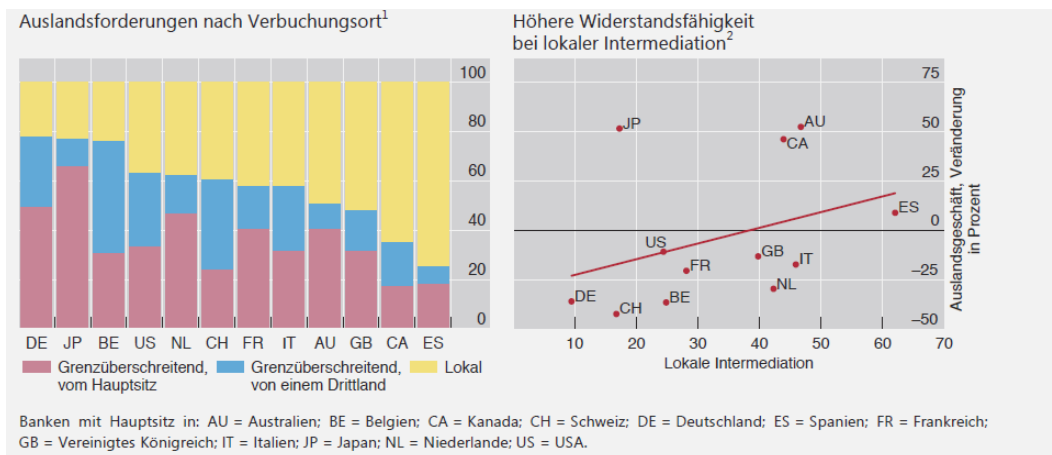


Abbildung 7: Auslandstransaktionen durch Hauptsitz der Finanzinstitutionen
Q.: BIZ 2014, 132

des höheren Wohlstands (Prasad 2007). Es gibt aber eine bemerkenswerte Ausnahme: die Finanzierung der ehemaligen Oststaaten. In diesem Fall ist die kulturell-gesellschaftliche Nähe

durch die gemeinsame, wenn auch länger unterbrochene Geschichte gegeben (Friedrich et al 2013), und die Finanzierung erfolgt weniger durch Kredite als durch Direktinvestitionen und den Aufkauf und die Sanierung lokaler Finanzinstitutionen. Untersuchungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigen, dass diese Vorgangsweise zu sehr viel höherer Widerstandsfähigkeit und Nachhaltigkeit führt (Abbildung 7). Österreich, das in der Untersuchung der BIZ leider nicht enthalten ist, hat mit dieser Strategie gute Erfahrungen gemacht: Trotz anfänglich übermäßigem Optimismus und demgemäß überschießender Investitionen spricht Alles dafür, dass sowohl Österreich wie auch die osteuropäischen Partner letztlich profitiert haben. Eine vorsichtige Weiterentwicklung des Modells auf Grund dieser Erfahrungen scheint möglich.

Literatur

- Afonso, António and João Tovar Jalles, 2014, A longer-run perspective on fiscal sustainability, *Empirica* 41(4), 821-847
- Aiginger, Karl, 2014, The Europe 2020 strategy at midterm: Disappointing assessment calls for an urgent change driven by long-run priorities, *WWWforEurope Policy Paper 17*, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/49217>
- Akitoby, Bernardin; Richard Hemming and Gerd Schwartz, 2007, Public Investment and Public-Private Partnerships, *IMF Economic Issues* 40.
- Beznoska, Martin and Viktor Steiner, 2012, Does Consumption Decline at Retirement? Evidence from Repeated Cross-Section Data for Germany, *FU Berlin, School of Business & Economics Discussion Paper Economics* 2012/14.
- BIZ, 2014, *84th Annual Report, 2013/2014*, Basel: BIS.
- Borio, Claudio and Mathias Drehmann, 2009, Assessing the risk of banking crises – revisited, *BIS Quarterly Review* March, 29-46.
- Brezis, Elise S., 1995, Foreign capital flows in the century of Britain's industrial revolution: new estimates, controlled conjectures, *Economic History Review XLVIII(1)*, 46-67.
- Buiter, Willem, Ebrahim Rahbari and Joe Seydl, 2014, The Long-Run Decline in Advanced-Economy Investment, *Global Economics View* 11.06.2014, https://www.google.at/search?q=buiter,+Rahbari,+seydl+the+long-run+decline&ie=utf-8&oe=utf-8&gws_rd=cr&ei=M5UrVfzXGIO4adTTgbgP
- Cecchetti, S.G., M.S. Mohanty, and F. Zampolli, 2011, The real effects of debt, *BIS Working Paper Series* 352.
- Cornelli, Flavia, 2009, The savings glut explanation of global imbalances: The role of underinvestment, *EU WP ECO* 2009/41.
- Deane, P. and W.A. Cole, ²1967, *British growth 1688-1959*, Cambridge: Univ. Press.
- Desroches, Brigitte and Michael Francis, 2006, Global savings, investment, and world real interest rates, *Bank of Canada Review* Winter 2006/07, 3-17.
- Eggertson, Gauti B., 2010, The paradox of toil, *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report*.
- Eggertson, Gauti B. and Neil R. Mehrotra, 2014, A model of secular stagnation, NBER WP 20574
- Eichengreen, Barry, 2015, Secular stagnation. The long view, *NBER WP* 20836.
- EU, 2014, *Helping firms grow. European Competitiveness Report 2014*, Brussels.
- European Central Bank, 2012, Corporate indebtedness in the Euro Area, *Monthly Bulletin* February, 87-103.
- Feinstein, C.H., 1978, Capital formation in Great Britain, in P. Mathias and M. M. Postan, *The Cambridge Economic History of Europe Volume 7: The Industrial Economies: Capital, Labour and Enterprise, Part 1: Britain, France, Germany and Scandinavia*, Cambridge University Press, 28-96; Online Publication Date: March 2008
- Friedrich, Christian, Isabel Schnabel and Jeromin Zettelmeyer, 2013, Financial integration and growth — Why is Emerging Europe different?, *Journal of International Economics* 89(2), 522-538.
- Galbraith, John. K., 1958, *The affluent society*, Boston: Houghton Mifflin.
- Griffith-Jones, Stephany and Giovanni Cozzi, 2014, Investment-led growth: a solution to the European crisis, www.feps-europe.eu/assets/3d4eaf81-b7a5-46cc-9991-8f53e5f63fe4/investmentledgrowthasolutiontotheeuropean2014.pdf

- Hahn, Franz R., 2010, Globale Kapitalmärkte – Chance oder Gefahr für Transformationsländer? *Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung* 83(2), 137-48.
- Hall, R.E and F.S. Miskin, 1982, The sensitivity of consumption to transitory income: estimates from panel data on households, *Econometrica* 50(2), 461-81.
- Hartmann, Martin, 2011, *Die Praxis des Vertrauens*, Berlin: Suhrkamp.
- IMF, 2014, *World Economic Outlook. Legacies, Clouds, Uncertainties*, Washington.
- Keynes, J.M., 1937, Some economic consequences of a declining population, *Eugenics Review* XXIX(1), 13-17, eugenrev00278-0023.pdf
- Keynes, John M., 1936, *The general theory of employment, interest and money*, New York: Harbinger.
- Keynes, John M., [1943] 1980, The long-term problem of full employment, CW, Vol. 27, 360-65.
- Lazonick, William, 2013, The financialization of the U.S. corporation: What has been lost, and how it can be regained, *Seattle University Law Review* 36(2), 857-909.
- Malthus, Thomas R., 1820, *Principles of Political Economy, Considered with a view to their practical applications*. London: John Murray.
- Mandeville, Bernard, [1924] ²1957, *The Fable of the Bee*, with a commentary critical, historical, and explanatory by F. B. Kaye, Oxford.
- Mooslechner, P. and M. Schürz, , Verteilung der Geldvermögen, *Sozialbericht 2007-2008*, 275-288.
- Pescatori, A., D. Sandri and J. Simon, 2014, Debt and growth: Is there a magic threshold?, *IMF Working Paper WP/14/34*
- Prasad, Eswar S., Raghuram G. Rajan and Arvind Subramanian, 2007, Foreign capital and economic growth, *IZA Discussion Paper* 3186.
- Ramskogler, Paul, 2014, *Origins of the crisis: Drawing the big picture*, OECD.
- Reinhart, Carmen M and Kenneth S. Rogoff, 2010, Growth in a time of debt, *American Economic Review, Papers & Proceedings* 100, 573–578.
- Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2012, Public debt overhangs: Advanced-economy episodes since 1800, *Journal of Economic Perspectives* 26(3), 69-86.
- Saez, E. and G. Zucman, 2014, Wealth inequality in the United States since 2013: Evidence from capitalized income tax data, *NBER WP* 20625
- Schoder, Christian, 2014, The fundamentals of sovereign debt sustainability: evidence from 13 OECD countries, *Empirica* 41(2), 242-71.
- Skinner, Jonathan, 1988, The welfare cost of uncertain tax policy, *Journal of Public Economics* 37(2), 129-145.
- Steindl, J., [1979] 1990, Stagnation theory and stagnation policy, in J. Steindl ed, *Economic papers 1941-88*, London: Macmillan, 107-26.
- Steindl, J., [1982] 1990, The role of household saving in the modern economy, in J. Steindl ed, *Economic papers 1941-88*, London: Macmillan, 183-207.
- Summers, L., 2013, Transcript: Larry Summers on Austerity, 04.06.2013, [blogs.wsj.com/.../transcript-larry-summers-on-auster](https://blogs.wsj.com/larry-summers-on-auster)
- Summers, L., 2014, Why austerity is counterproductive in the new economy, www.huffingtonpost.com/...summers/larry-summers
- SVR, 2014, *Mehr Vertrauen in Marktprozesse*, Jahresgutachten 2014/15.
- Tichy, Gunther, 2013, Die Staatsschuldenkrise als Krise des europäischen Finanzsystems, *Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung* 86(6), 473-92.
- Tichy, Gunther, 2014, Verschuldungs-Bedarf und Sparüberschuss, *Wirtschaft und Gesellschaft* 40(4), 567-95.
- Veugelers, R. and M. Cincera, 2010a, Europe's missing Yollies, *Bruegel Policy Brief* 2010/06.
- Veugelers, R. and M. Cincera, 2010b, Young leading innovators and EU's R&D intensity gap, *Bruegel Policy Contribution* 2010/09.
- Weizsäcker, C. C., 2010a, Das Janusgesicht der Staatsschulden, *FAZ*, 4. Juni 2010, 12.
- Weizsäcker, C. C., 2010b, *Ergänzung zu meinem FAZ Aufsatzes vom 4 Juni 2010 (für Fach-Ökonomen)*, https://www.google.at/search?q=Weiz%C3%A4cker,+C.+C.,+2010b,+Erg%C3%A4nzung+zu+meinem+FAZ+Aufsatzes+vom+4+Juni+2010&ie=utf-8&oe=utf-8&gws_rd=cr&ei=rO0oVdHPMcL2aorlgHg
- Weizsäcker, C. C., 2011, *Public Debt Requirements in a Regime of Price Stability*. Bonn: Max Planck Institute for Collective Goods.

Weizsäcker, C. C., 2011, *Staatliches Gewaltmonopol, Staatsverschuldung und individuelle Vorsorge*, Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung, Universität St Gallen

West, Darrell M., 2014, Wealthification in the United States and Europe, *Intereconomics* 49(5), 295-96.

Zeldes, Stephen P., 1989, Consumption and liquidity constraints: An empirical investigation, *Journal of Political Economy* 97(2), 305-46.