

STEPHAN
SCHULMEISTER

■ ZINSSATZ, INVESTITIONS- DYNAMIK, WACHSTUMSRATE UND STAATSVerschULDUNG

Zusammenfassung einer Studie des WIFO im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen • Der geldpolitische Kurswechsel Ende der siebziger Jahre verursachte einen nachhaltigen Zinsanstieg. Seither liegt der Zinssatz laufend über der Wachstumsrate. Darauf drehten die Unternehmen ihre Primärbilanz von einem Defizit in einen Überschuß, indem sie ihre Investitionen von realer zu finanzieller Veranlagung verlagerten. Da gleichzeitig auch die Haushalte Primärüberschüsse aufwiesen, konnte der Staat selbst keine Primärüberschüsse erzielen.

Seit Ende der siebziger Jahre liegt das Zinsniveau in den Industrieländern durchwegs über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate, während es davor mittelfristig darunter gelegen war. Als Folge dieses „Systemwechsels“ der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen verlagerte der Unternehmenssektor seine Aktivitäten von Real- zu Finanzinvestitionen; die Schulden des Unternehmenssektors wuchsen daher langsamer als das BIP, gleichzeitig nahmen die Staatsschulden überdurchschnittlich zu.

Die Studie des WIFO analysiert die Auswirkungen der Zinsentwicklung auf die Einkommensverteilung im Unternehmenssektor, insbesondere zwischen Eigen- und Fremdkapitalerträgen, die Verschuldensbereitschaft und Investitionsnachfrage der Unternehmen, die Wachstumsdynamik und die Entwicklung von Budgetdefizit und Staatsverschuldung, und zwar sowohl im kurzfristigen als auch im längerfristigen Entwicklungsprozeß.

ZINSSCHWANKUNGEN, INVESTITIONSNACHFRAGE UND BUDGETENTWICKLUNG IM KONJUNKTURVERLAUF

Der überwiegende Teil der Finanzverbindlichkeiten des Unternehmenssektors besteht in flexibel verzinsten Bankkrediten. Die Finanzierungskosten der künftigen, insbesondere aber der vergangenen akkumulierten Investitionen des „non-financial business“, also seines Kapitalstocks, werden deshalb in höherem Maße durch die Entwicklung des Kreditzinses bestimmt als durch jene des Anleihezinses.

Wien, 1996 • 90 Seiten,
Datenband 130 Seiten • S 700,-
• Bestellungen bitte an das WIFO,
Frau Kautz, A-1103 Wien, Post-
fach 91, Tel. (0 222) 798 26 01/282,
Fax (0 222) 798 93 86

Empirische Analysen des Zusammenhangs zwischen Zinsniveau und Investitionsdynamik berücksichtigen hingegen fast ausschließlich den Anleihezins. Auch die Wirtschaftspolitik übersieht zumeist, daß die (erwartete) Entwicklung der Kreditzinsen für die Investitionsbereitschaft der Unternehmen größere Bedeutung hat als jene der Anleihezinsen.

Der im wesentlichen durch die Leitzinsen der *Notenbanken* determinierte Kreditzins (approximiert durch die Prime Rate) schwankt viel stärker als der Anleihezins. Diese Instabilität erhöht die *Unsicherheit* über die Profitabilität von Investitionen und dämpft so die Bereitschaft der Unternehmen zur Fremdfinanzierung.

Die relativen Veränderungen des (nominellen) Kreditzinses sind merklich höher als jene der (nominellen) Kapitalproduktivität: Steigt etwa der Zinssatz, so nehmen die *Zinszahlungen* für die „Altschulden“ der Unternehmen wesentlich stärker zu als die *Gesamtgewinne* (Operating Surplus), ihre Verteilung verschiebt sich daher zugunsten der Gläubiger (Abbildung 1). Dieser Befund steht im Widerspruch zu den Annahmen der (derzeit) vorherrschenden Gleichgewichtstheorie, wonach der Zinssatz die Grenzproduktivität des Realkapitals widerspiegelt.

Änderungen des Kreditzinses haben insbesondere deshalb ausgeprägte Umverteilungseffekte, weil sie *nachträglich* die Finanzierungskosten des gesamten *Stocks* der in der Vergangenheit akkumulierten Verbindlichkeiten verändern: Wenn der Kreditzins von 5% auf 6,5% steigt, nehmen die Zinszahlungen *ceteris paribus* um 30% zu („Zinsakzelerator“).

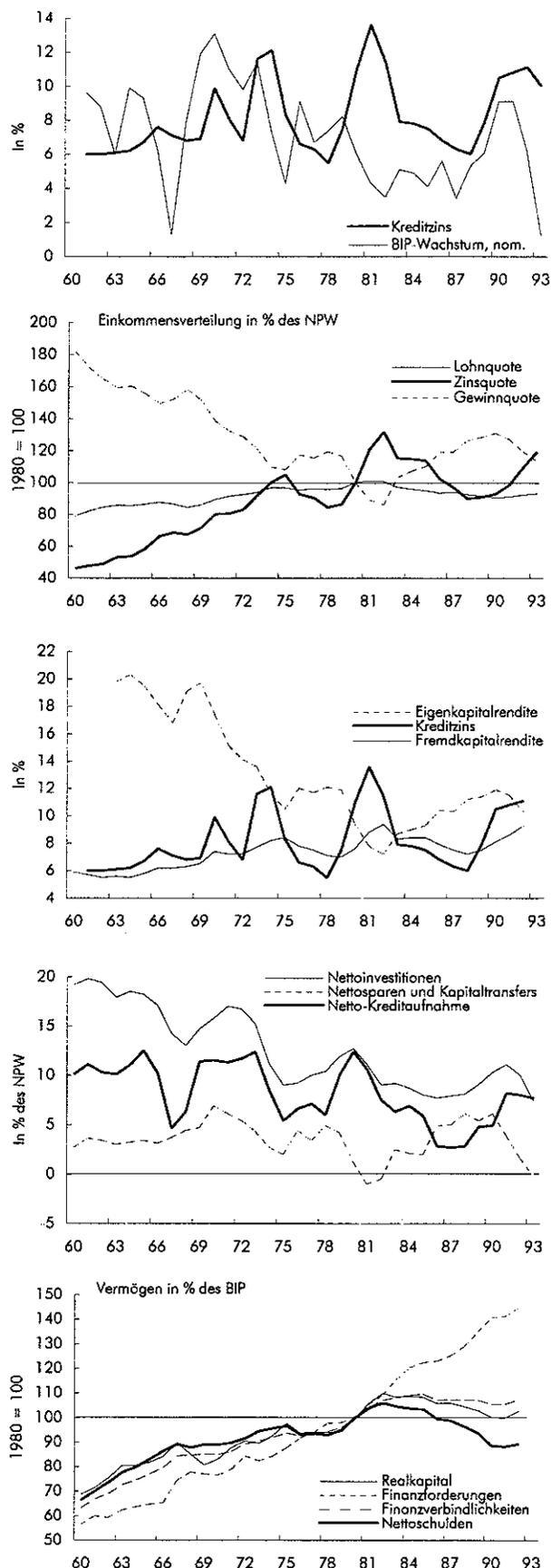
Bei relativer Stabilität von Lohnquote und Finanzierungsstruktur im Unternehmenssektor bewirkt die *gegenläufige* Entwicklung von Zinsquote und Gewinnquote der Unternehmer, daß sich auch *Eigen- und Fremdkapitalrendite* *gegenläufig* entwickeln. Dies widerspricht ebenfalls den Erwartungen der Gleichgewichtstheorie.

Im Zuge der jeweils zwei bis drei Jahre dauernden Phasen von Zinssteigerungen (und Zinssenkungen) ergibt sich folgendes Reaktionsmuster der Unternehmen im Konjunkturverlauf:

- Steigen die Zinsen in der Hochkonjunktur, so nehmen die Zinszahlungen des Unternehmenssektors über den Zinsakzelerator sprunghaft zu, Einkommensposition und Eigenkapitalrendite des Unternehmenssektors verschlechtern sich (Abbildung 1).
- Die Unternehmen führen dennoch ihre geplanten oder begonnenen Investitionsprojekte durch und weiten daher ihre Kreditaufnahme aus: Die Relation zwischen Schulden und Einkommen erhöht sich sprunghaft.

Abbildung 1: Zinsentwicklung, Einkommensverteilung und Akkumulationsdynamik in Deutschland

Unternehmenssektor mit Wohnungswirtschaft



- Bei anhaltend restriktiver Zinspolitik verschlechtern sich Einkommens- und Finanzposition der Unternehmen weiter; etwa zwei Jahre nach Beginn des Zinsanstiegs schränken diese Investitionen, Kreditaufnahme und Beschäftigung ein (Abbildung 1).
- In der dadurch (mit)verursachten Rezession sinkt das Defizit des Unternehmenssektors, gleichzeitig steigt das Budgetdefizit durch die automatischen Stabilisatoren stark, und die Zinsen gehen zurück, in erster Linie infolge einer Lockerung der Geldpolitik (Abbildungen 1 und 2)

Tatsächlich nahm das Budgetdefizit in allen drei untersuchten Ländern (USA, Deutschland und Japan) seit 1960 am stärksten in Rezessionen zu, denen regelmäßig ein nachhaltiger Zinsanstieg und ein dadurch mitinduzierter Investitionsrückgang vorangingen. Umgekehrt sank das Budgetdefizit am stärksten im Konjunkturaufschwung, der regelmäßig durch ausgeprägte Zinssenkungen „akkommodiert“ wurde.

Zinssteigerungen sind somit primär nicht die Folge von Budgetdefiziten, sondern eine ihrer wichtigsten Ursachen.

ZINSNIVEAU, WACHSTUMSRATE UND STAATVERSCHULDUNG IM WACHSTUMSPROZESS

Die Investitions- und Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen und damit die relative Bedeutung von Real- und Finanzakkumulation im Prozeß der längerfristigen Wirtschaftsentwicklung wird wesentlich vom Verhältnis zwischen *Zinssatz und Wachstumsrate* mitbestimmt.

Liegt der Zinssatz *unter* der Wachstumsrate, so können Schuldnersektoren wie die Unternehmen oder der Staat laufend mehr investieren, als sie (vor Abzug der Zinszahlungen) sparen, also ein *Primärdefizit* aufrechterhalten, ohne daß ihre Schulden rascher steigen als das BIP. Ein gesamtwirtschaftliches Finanzierungsgleichgewicht besteht unter dieser Bedingung dann, wenn die Haushalte *Primärüberschüsse* (Differenz zwischen Sparen und Zinserträgen) erzielen, welche ex ante den Primärdefiziten von Unternehmen und Staat entsprechen. In diesem Fall fließt permanent *Nettoliquidität* von den Haushalten zu den Schuldnersektoren.

Liegt der Zinssatz *über* der Wachstumsrate, so müssen Unternehmen und Staat Primärüberschüsse erzielen, damit ihre Schulden nicht rascher wachsen als das BIP, ihre Netto-Kreditaufnahme muß also *kleiner* sein als die Zinszahlungen für ihre Altschulden. Ein intersektorales und intertemporales Finanzierungsgleichgewicht besteht dann, wenn die Haushalte *weniger* sparen, als sie an Zinserträgen lukrieren, und ihr Primärdefizit ex ante

dem Primärüberschuß der Schuldnersektoren entspricht (*Nettoliquidität* fließt von den Unternehmen und dem Staat zum Haushaltssektor)

Bis Ende der siebziger Jahre lagen Kredit- und Anleihezinsen in den Industrieländern mittelfristig *unter* der Wachstumsrate (Abbildung 1). Die Haushalte sparten mehr, als sie an Zinseinnahmen bezogen; ihrem Primärüberschuß entsprach ein annähernd gleich hohes Primärdefizit der Unternehmen (Abbildung 2). Bei ausgeglichener Primärbilanz der öffentlichen Haushalte *sank die Staatsverschuldung* relativ zum BIP oder war sogar negativ. Das Primärdefizit und damit auch die Investitionsquote des Unternehmenssektors waren so hoch, daß dessen *Realkapitalstock* und *Nettoschulden* etwas *rascher* expandierten als das BIP (Abbildungen 1 und 2).

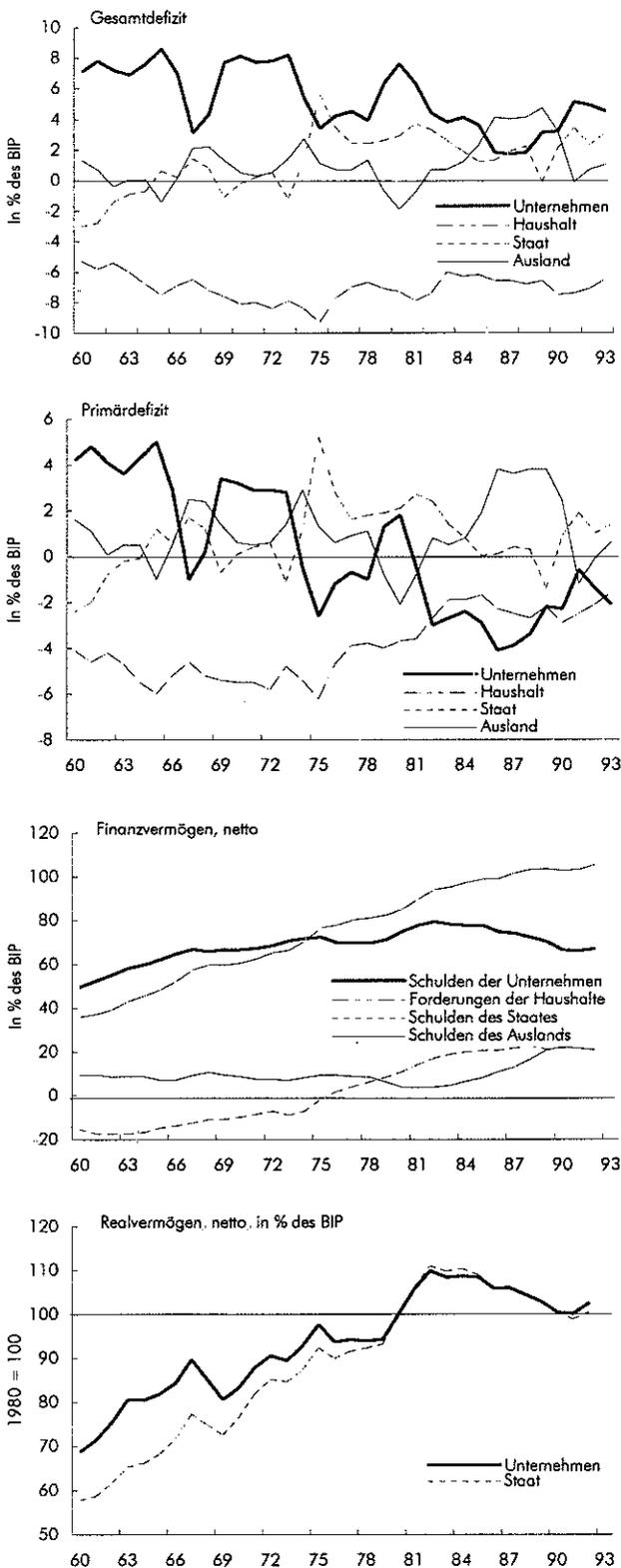
Seit Ende der siebziger Jahre liegen Kredit- und Anleihezinsen in den Industrieländern ständig *über* der Wachstumsrate; die Lohn- und die Zinsquote gingen längerfristig zurück, die Unternehmen verwendeten ihre überdurchschnittlich wachsenden Gewinne jedoch nicht zur Ausweitung der Realinvestitionen, sondern zur *Einschränkung ihrer Netto-Kreditaufnahme* (Abbildung 1). Diese fiel so groß aus, daß sich die *Primärbilanz* des Unternehmenssektors in einen permanenten *Überschuß* „drehte“ (Abbildung 2). Dafür dürfte nicht nur das Bestreben der Unternehmen maßgeblich gewesen sein, ihre Schulden nicht rascher wachsen zu lassen als das BIP, sondern auch die höhere Profitabilität von Finanzanlagen und die steigenden Gewinnchancen kurzfristig-spekulativer Transaktionen auf den Finanzmärkten, insbesondere mit Futures und Optionen. Die *Finanzforderungen* des „non-financial business“ nahmen in Deutschland (Abbildung 1) und den USA deutlich *rascher* zu als die *Finanzverbindlichkeiten*.

Die Unternehmen reduzierten ihre Realinvestitionen unter diesen Bedingungen stärker, als für eine Stabilisierung ihrer Schulden relativ zum BIP nötig gewesen wäre, ihr *Realkapitalstock* und ihre *Finanzverbindlichkeiten* wuchsen dementsprechend *langsamer* als die Gesamtwirtschaft (Abbildungen 1 und 2). Bei gedämpfter Realkapitalbildung ließ auch das Wachstum der Arbeitsplätze nach; dies trug wesentlich zum Anstieg der Arbeitslosigkeit seit Ende der siebziger Jahre bei (Abbildung 3).

Die privaten *Haushalte* hielten auch unter der Bedingung eines positiven Zins-Wachstums-Differentials einen *Primärüberschuß* aufrecht, sie sparten also weiterhin mehr, als sie an Zinserträgen einnahmen, ihre Finanzforderungen wuchsen daher rascher als das BIP (Abbildung 2).

Bei anhaltenden Primärüberschüssen des Unternehmens- und des Haushaltssektors „erlitt“ der Staat seit Ende der siebziger Jahre einen Anstieg seines *Primärde-*

Abbildung 2: Zinssatz, Wachstumsrate und Akkumulationsdynamik in Deutschland



fizits lobwohl die öffentlichen Investitionen relativ zum BIP sanken – das Sparen des Staates ging nämlich infolge des höheren Aufwands für Arbeitslosenunterstützung und eines gedämpften Wachstums der Steuerein-

nahmen noch stärker zurück) Dieser Zusammenhang wird durch einen Vergleich der Primärsalden des Unternehmenssektors und des Staates besonders deutlich (Abbildung 2): Seit Ende der siebziger Jahre drehte sich die Primärbilanz der Unternehmen aller untersuchten Länder in einen Überschuß und jene des Staates in ein Defizit.

Bei einem anhaltend positiven Zins-Wachstums-Differential wuchs die Staatsschuld in allen untersuchten Ländern seit Ende der siebziger Jahre *rascher* als die Gesamtwirtschaft.

DIE BUDGETPOLITIK DER USA UND EUROPAS SEIT ANFANG DER NEUNZIGER JAHRE

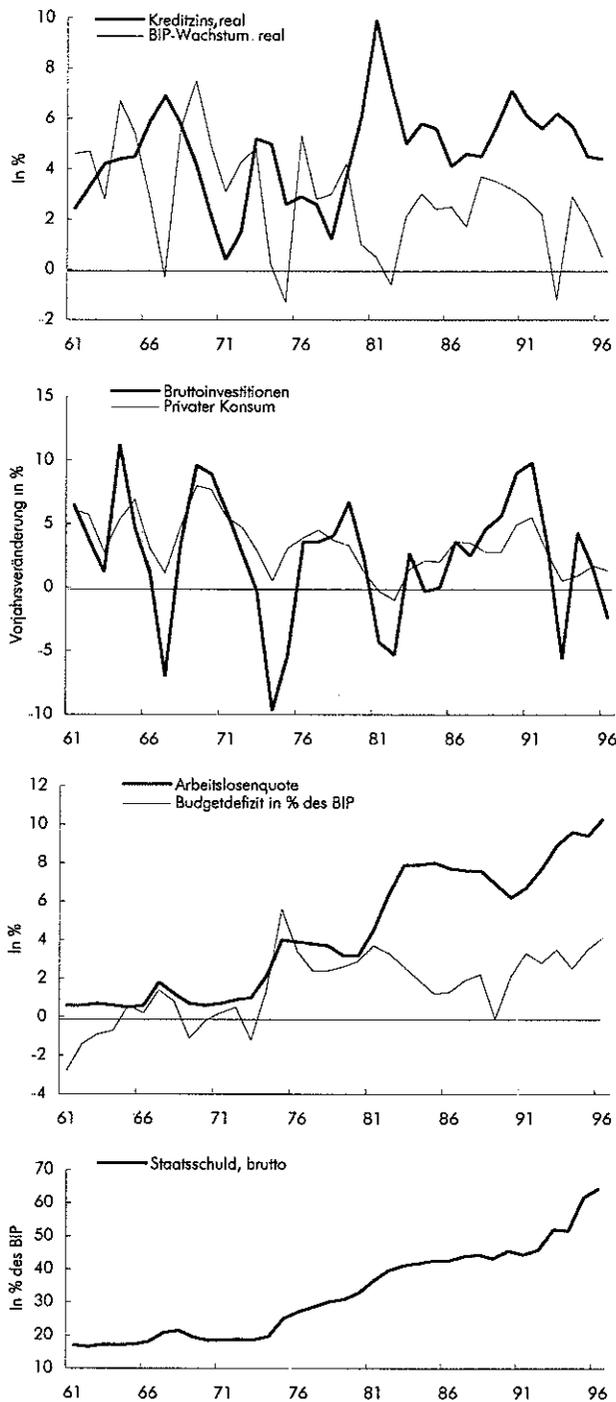
Aus der hier entwickelten kreislaufanalytischen Diagnose des Problems „Staatsverschuldung“ folgt, daß eine Therapie umso erfolgreicher sein wird, je mehr ihre Maßnahmen einerseits die Investitions- und *Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen erhöhen* (insbesondere durch Senkung der Zinsen relativ zum Wirtschaftswachstum) und andererseits das *Sparen der Haushalte relativ zu ihren Konsumausgaben dämpfen*. Anders ausgedrückt: Der Anstieg von Staatsverschuldung und Arbeitslosigkeit hat eine gemeinsame Ursache, die zu schwache Dynamik der Realakkumulation, und kann deshalb nur gemeinsam bekämpft werden (zur parallelen Entwicklung von Arbeitslosenquote und Staatsschuldenquote, insbesondere seit dem Wechsel von einem negativen zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential (siehe Abbildung 3).

Im Gegensatz zu den Ergebnissen der vorliegenden Studie sieht die neo-liberale Diagnose in übermäßigen Staatsausgaben, die primär durch diskretionäre Maßnahmen der Wirtschaftspolitik und somit freiwillig getätigt werden, die Hauptursache für die steigende Staatsverschuldung. Die wichtigste Maßnahme einer neo-liberalen Therapie besteht daher in einer *Senkung der Staatsausgaben*, insbesondere im sozialen Bereich

Die unterschiedliche Effizienz der kreislaufanalytischen und der neo-liberalen Konsolidierungsstrategie soll am Beispiel der Budgetpolitik der USA und Europas seit Anfang der neunziger Jahre diskutiert werden:

Die Notenbank der USA senkte 1990 die *Leitzinsen* auf das *niedrigste Niveau* der Nachkriegszeit und behielt dieses mehr als drei Jahre lang bei; auch im nachfolgenden Konjunkturaufschwung erhöhte sie das Zinsniveau nur mäßig. Überdies förderte die lockere Zinspolitik der USA gemeinsam mit der Hochzinspolitik der Bundesbank eine anhaltende *Unterbewertung des Dollarkurses*. Unter diesen Bedingungen wuchsen Investitionen, Exporte und die Gesamtwirtschaft seit 1991 konti-

Abbildung 3: Entwicklung der Wirtschaft in Deutschland



nuerlich und kräftig; im Gegensatz zu den achtziger Jahren lag das Zinsniveau nur noch geringfügig über der Wachstumsrate.

Die Deutsche Bundesbank erhöhte zwischen 1989 und 1992 den Diskontsatz auf das *höchste Niveau* der Nachkriegszeit und steigerte damit das Zinsniveau in Gesamteuropa (Abbildung 3). Diese Politik war nicht nur ein wichtiger Grund für den *Zusammenbruch* des Sy-

stems *fester Wechselkurse* in Europa, sondern auch für die Schwere der Rezession 1993: Die Zinsbelastung der Unternehmen nahm empfindlich zu (zwischen 1989 und 1992 um mehr als 45 Mrd. DM), dies verschlechterte ihre Finanzlage und trug so zum ausgeprägten Investitionsrückgang im Jahr 1993 bei (Abbildung 3). Überdies dämpften die Wechselkursturbulenzen seit 1992 den Intra-EU-Handel insgesamt, insbesondere die Exporte der Hartwährungsländer. Unter diesen Bedingungen lag das Zinsniveau in den wichtigsten EU-Ländern in der ersten Hälfte der neunziger Jahre noch weiter über der Wachstumsrate als in den achtziger Jahren (Abbildung 3).

Seit dem Amtsantritt der Regierung Clinton orientiert sich die Wirtschaftspolitik der USA an einer *expansiven Gesamtstrategie*, mit dem Ziel, die beiden größten Probleme, Staatsverschuldung und Arbeitslosigkeit, *gleichzeitig* zu bekämpfen („Toward Full Employment with Fiscal Responsibility“ lautet der Titel jenes Kapitels im „Economic Report of the President 1995“, das die neue Strategie darlegt). Dieser Kurswechsel kam besonders in der Budgetpolitik zum Ausdruck.

Das Bundesbudget wurde primär durch Beiträge der *obersten Einkommensklasse* konsolidiert: Ihre Grenzbelastung mit Steuern und Sozialabgaben wurde von 31% auf 42% angehoben. Da die Konsumneigung dieser Einkommenschicht relativ niedrig ist, dämpfte diese Strategie die Gesamtnachfrage wenig. Gleichzeitig wurde die *negative Einkommensteuer* (staatliche Zahlungen an Haushalte mit einem jährlichen Erwerbseinkommen unter 24 000 \$) stark ausgeweitet. Dies stimulierte die effektive Nachfrage, da die sozial Schwächsten nahezu ihr gesamtes Einkommen konsumieren.

Die Budgetkonsolidierung der USA war somit darauf gerichtet, nicht die Konsumnachfrage, sondern das Sparen der Haushalte zu dämpfen, und zwar durch eine Änderung des Steuertarifs, welche die Einkommen stärker als bisher *von oben nach unten* umverteilt.

Im Gegensatz dazu versuchen die meisten Regierungen in *Europa*, das Budget eher ausgabenseitig zu konsolidieren, und zwar in erheblichem Maß durch Senkung der Sozialausgaben. Da diese überwiegend den Schichten mit hoher Konsumneigung zufließen, dämpft diese Konsolidierungspolitik den Konsum der Haushalte relativ zu ihrem Sparen stärker als in den USA. Aus diesem Grund wuchs die Konsumnachfrage in Deutschland 1994/95 deutlich schwächer als in jedem anderen Konjunkturaufschwung der Nachkriegszeit; dies trug wesentlich dazu bei, daß die Erholung der Wirtschaft schon 1995 abriß (Abbildung 3).

Auch hinsichtlich des Timings der budgetpolitischen Maßnahmen unterscheidet sich die Konsolidierungsstrategie der USA von jener in Europa:

- In den USA wurde die Budgetkonsolidierung erst im *dritten* Jahr des Konjunkturausschwungs in Angriff genommen, also zu einem Zeitpunkt, als das Wachstum von Investitionen und Konsum bereits eine hohe Stabilität erreicht hatte.
- In vielen EU-Ländern setzte hingegen bereits im *ersten* Jahr nach der Rezession 1993 eine restriktive Fiskalpolitik ein (insbesondere wegen der Konsolidierungserfordernisse des Maastricht-Vertrags), und damit zu einem Zeitpunkt, als die private Investitionsnachfrage noch verhalten und der Konjunkturaufschwung daher noch nicht selbsttragend geworden war.

Die Kohärenz der Geld- und Fiskalpolitik, eingebunden in eine expansive Gesamtstrategie, ermöglichte in den USA ein so hohes Wirtschaftswachstum, daß *sowohl* die Arbeitslosigkeit *als auch* die Staatsschuldenquote zurückgingen (das Defizit aller öffentlichen Haushalte sank von fast 5% des BIP 1991 auf 1½% im Jahr 1995).

In Europa trug eine die Kreislaufeffekte vernachlässigende *Sparpolitik* gemeinsam mit einer *Hochzinspolitik* der Deutschen Bundesbank und den dadurch mitverursachten *Wechselkursverschiebungen* wesentlich dazu bei, daß sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Staatsschuldenquote in den meisten Ländern deutlich stiegen, insbesondere im „Hartwährungsblock“ (Abbildung 3). Erstmals in der Nachkriegszeit fiel das mittelfristige Wirtschaftswachstum merklich niedriger aus als in den USA.

WIRTSCHAFTSPOLITISCHE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Der in der vorliegenden Studie herausgearbeitete systemische Charakter des Problems „Staatsverschuldung“ und die budgetpolitischen Erfahrungen seit Anfang der neunziger Jahre legen nahe, daß dieses Problem am wirkungsvollsten im Rahmen einer expansiven Gesamtstrategie bewältigt werden kann. Diese besteht in einer Kombination von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, welche auf die Realisierung von zwei Hauptzielen ausgerichtet sind:

- gleichschrittige Ausweitung des Finanzierungsdefizits des Unternehmenssektors, Dämpfung der Überschüsse des Haushaltssektors und Senkung des Budgetdefizits,
- Beschleunigung des mittelfristigen Wachstums

Je mehr *beide* Ziele realisiert werden, desto stärker werden *sowohl* die Arbeitslosigkeit *als auch* die Staatsschuldenquote sinken.

Wichtigste Teilziele einer solchen Gesamtstrategie sind einerseits die *Förderung der Realinvestitionen* der Unternehmen relativ zu ihren Finanzinvestitionen (also auch zu ihrer Verschuldungsbereitschaft) und andererseits die *Stärkung des Konsums* der Haushalte relativ zu ihrem Sparen.

Wegen der engen Verflechtung der europäischen Volkswirtschaften wäre eine von der EU koordinierte Neuorientierung der Wirtschaftspolitik wirkungsvoller als „national-ökonomische“ Strategien einzelner Länder; dies gilt insbesondere für die geldpolitischen Komponenten einer expansiven Gesamtstrategie:

- Die *Zinspolitik* der Notenbanken bzw. der künftigen Europäischen Zentralbank (EZB) wäre an der erwarteten mittelfristigen *Wachstumsrate* zu orientieren (diesen Kurswechsel vollzog die Notenbank der USA schon Anfang der neunziger Jahre).
- Zur Ausweitung des *Finanzierungsspielraums* für unternehmerische *Investitionen* sollte das Niveau der Kreditzinsen jenes der erwarteten Wachstumsrate nicht wesentlich übersteigen und im Idealfall sogar leicht unterschreiten.
- Erklärten die Notenbanken bzw. die EZB die Stabilisierung des Zins-Wachstums-Differentials auf einem niedrigen bzw. leicht negativen Niveau zu einem wesentlichen Ziel ihrer Politik, so würde dies das *Vertrauen der Unternehmen* in die „sustainability“ der Fremdfinanzierung stärken und damit auch ihre Investitionsbereitschaft (sie wären dann nicht mehr jenen deutlichen Zinserhöhungen ausgesetzt, welche über den Zinsakzelerator ihre Finanzlage in den letzten 20 Jahren bisweilen erheblich beeinträchtigten).
- Ein deutlich *niedrigeres Zinsniveau* in Europa würde auch einen Beitrag zur Korrektur der Unterbewertung des Dollars bzw. der Überbewertung der europäischen Hartwährungen leisten.
- Die *Überwindung der Wechselkursinstabilität* innerhalb der EU ist eine weitere Komponente eines expansiven Gesamtkonzepts; nicht zuletzt aus diesem Grund wird die Realisierung der Europäischen Währungsunion mittel- und langfristig das Wachstum von Exporten, Investitionen und Gesamtproduktion stimulieren.
- Die Einführung einer einheitlichen europäischen Währung würde auch die Milderung der weltwirtschaftlichen Währungsturbulenzen erleichtern, weil nur noch zwei bedeutende Wechselkurse stabilisiert werden müßten, jener des Euro gegenüber dem Dollar und gegenüber dem Yen.

Interest Rates, Investment, Growth, and Public Debt – Summary

Changes in nominal interest rates have a larger impact on the distribution of income in non-financial business than changes in wages. If the rate of interest rises from, say, 5 percent to 8 percent, then interest payments on bank loans (taken up at variable interest rates) will go up by 60 percent, thereby weakening the corporate revenue position. Consequently the debt revenue ratio will rise and force enterprises to consolidate their financial position: by sharply cutting investment and borrowing they will then exacerbate the cyclical downturn caused inter alia by the rise in interest rates. This effect will be the more pronounced, the longer interest rate hike lasts (usually two or even three years in industrialized countries).

In a recession, rising public transfers and shrinking tax revenues blow up the deficit: the cut in the corporate debt burden entails a rise in government debt. Hence, on empirical grounds, persistent rises in the rate of interest, mainly due to the policy of the central bank, are rather causes for a cyclical widening of the budget deficit than vice versa.

With regard to the medium run, the main results of the study are as follows: since the late 1970s, the rate of

interest has come to lie permanently above the rate of growth (this fundamental change in financial conditions was mainly caused by the shift towards a monetarist policy regime on behalf of the most important central banks). Under such conditions, net debtors like the corporate or the public sector may stabilize their debt-to-GDP ratio only if they achieve a surplus in their primary balances, i. e., if they borrow less than they pay in interest on their old debts. Since the late 1970s, enterprises have indeed turned their aggregate primary deficit to a permanent surplus, by shifting investment from real towards financial assets. Thus, physical capital and corporate debt have both expanded less than GDP, leading also to a slower rise in employment. At the same time, private households continued to hold primary surpluses (their aggregate saving exceeded net interest receipts), so that it became hardly impossible for the government sector to accumulate primary surpluses; as a result, its debt rose relative to GDP in almost all industrialized countries since the early 1980s. The „switch“ from a negative to a positive interest rate/growth differential therefore caused private savings to be channeled less into productive capacity (and employment) and more into government bonds.