



On transformations in financing structure in an affluent society

Policy Paper no 20

Author: Gunther Tichy (WIFO)

January 2015



This project has received funding from the European Union's Seventh Framework Programme for research, technological development and demonstration under grant agreement no. 290647.

Author: Gunther Tichy (WIFO)

On transformations in financing structure in an affluent society

Policy Paper no 20

This paper can be downloaded from www.foreurope.eu

The WWWforEurope Policy Paper series is a working paper series that is open to policy makers, NGO representatives and academics that are interested in contributing to the objectives of the project. The aim of the paper series is to further the discussion on the development of a new and sustainable growth path in Europe.



THEME SSH.2011.1.2-1

*Socio-economic Sciences and Humanities Europe
moving towards a new path of economic growth
and social development - Collaborative project*

This project has received funding from the European Union's Seventh Framework Programme for research, technological development and demonstration under grant agreement no. 290647.

Summary

The savings measures of private households currently exceed the limited financing needs of companies around the world, and the difference is reflected in an increase in sovereign debt. In the EU, over the last two and a half decades non-financial corporations recorded funding surpluses in one out of three years, and in the more affluent EU countries (EU 15) this was even recorded every second year. There is much to indicate that this is not just a result of the financial crisis, but is also globally founded in the Southeast Asian economic model, while in Europe this is a symptom of the affluence of society, as financial security takes on greater significance and slower growth requires fewer investments. Economic policy should therefore be prepared for the current situation to persist; without counter-measures there would have to be a recessive adjustment of savings capacity to the debt preparedness of the economy and state. In these countries, worldwide distortions primarily based in Southeast Asian, export-based economic policy can only be counter-balanced with a stronger domestic-market-oriented policy and significant appreciation (the task of the dollar peg). Such initiatives exist, but given the scale of the problem, a long transitional phase is to be expected. In the EU, a broad and well-balanced package of measures is required. It would have to dampen austerity through confidence building, in addition to improving corporate finance and reviving severely limited investments in the public sector. Furthermore, particularly in those countries in which the financing and use of sovereign debt do not present a problem, there should be a re-introduction of the previously typical division into a surplus-achieving budget for current expenditures and a budget for investments. This would enable the debt-backed financing of primarily immaterial investments within certain limits.

Zum Wandel der Finanzierungsstruktur in der Wohlstandsgesellschaft

Gunther Tichy*

Abgesehen von dem Dilemma der Antagonie von Vollbeschäftigung/Wachstum und Nachhaltigkeit stehen die wohlhabenden Industriestaaten vor einem weiteren Dilemma: der Antagonie von individueller Absicherung und Staatsverschuldung. Sicherheit in Form individueller Absicherung gegen Unvorhergesehenes gehört zu den wichtigen Elementen des Wohlbefindens in einer Wohlstandsgesellschaft und erfordert individuelles Sparen – desto mehr, je weniger die Zukunft und im Besonderen die Sozialversicherung als unzureichend oder unsicher betrachtet werden. Ein hohes Sparvolumen der Haushalte erfordert jedoch kompensierend ein hohes Verschuldungsvolumen, das von der Wirtschaft angesichts des für Wohlstandsgesellschaften typischen geringen Wachstums nicht benötigt wird. Sofern der Staat oder das Ausland die ‘überschüssige’ Ersparnis nicht aufnimmt, muss es zu einem rezessiven Anpassungsprozess kommen, der üblicherweise die *Sparfähigkeit* via Arbeitslosigkeit und sinkende Einkommen auf das Niveau des Investitionsbedarfs reduziert.

Die Tatsache, dass in wohlhabenden Volkswirtschaften Ersparnisse bzw. Kapazitäten brach liegen, sofern sie die öffentliche Hand oder das Ausland nicht aufnimmt, zeigt eine dritte Antagonie der Wohlstandsgesellschaft: zwischen dem öffentlichen Bedarf an der Finanzierung materieller und vor allem immaterieller Infrastruktur und der Aversion gegen Staatsverschuldung. Dass diese Antagonien bisher wenig bewusst geworden sind, liegt – von Ideologien und Werturteilen abgesehen – vor allem am Erfahrungshorizont der derzeit Agierenden, der durch (historisch nicht verallgemeinbare) Perioden der Kapitalknappheit geprägt wurde. Diese Studie soll dazu beitragen das Problem bewusst zu machen, als erster Schritt zur Überwindung dieser Antagonien.

Die gegenwärtige Sparschwemme

Derzeit befinden sich nicht bloß die wohlhabenden Industriestaaten sondern die gesamte Welt in einer Situation des Arbeitskräfte- und Kapitalüberschusses, die von Manchen als *savings glut*, von anderen als *investment drought* eingeschätzt wird; jedenfalls übersteigt die angestrebte Sparkapitalbildung die Investitionen, die Zinsen sind extrem niedrig, und Anleger wie Finanzinstitutionen suchen schon seit Längerem intensiv nach (neuen) Anlagemöglichkeiten – die Finanzkrise resultierte nicht zuletzt aus solch fehlgeschlagenen, Blasen-auslösenden Bemühungen der Vermögensbesitzer wie der Finanzinstitutionen attraktive Anlagemöglichkeiten zu finden. Maßgebend dafür ist nicht bloß, und z.T. nicht einmal so sehr, die hohe Sparneigung wohlhabender Gesellschaften, als vielmehr die mangelnde 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 mangelnden Fremdfinanzierungsbedarfs und der daraus resultierend geringen Verschuldung bleibt erhalten, wenn die Analyse – um die Effekte der Finanzkrise auszuschalten – auf die Jahre 1995-2006 beschränkt wird (27% bzw. 52%). Vor allem in den reifen europäischen Industriestaaten (Abbildung 1) ist der Selbstfinanzierungsgrad nicht bloß hoch, es lässt sich sogar ein Trend zu Finanzierungsüberschüssen erkennen. In den weniger entwickelten, in einem

* Der Autor dankt K. Aiginger, A. Guger, Th. Url und E. Walterskirchen für hilfreiche Kommentare.

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	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Euro 18	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
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	6,3	
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	:	
Germanv*	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	:	
Luxemba	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
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	
Switzerlnd	:	:	:	:	:	-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

Aufholprozess befindlichen neuen EU-Mitgliedern (Abbildung 2 – anderer Maßstab!) ist der Fremdfinanzierungsbedarf erwartungsgemäß sehr viel größer; die sinkenden Finanzierungsdefizite der letzten Jahre sind bei ihnen eher angebotsbedingt zu erklären.

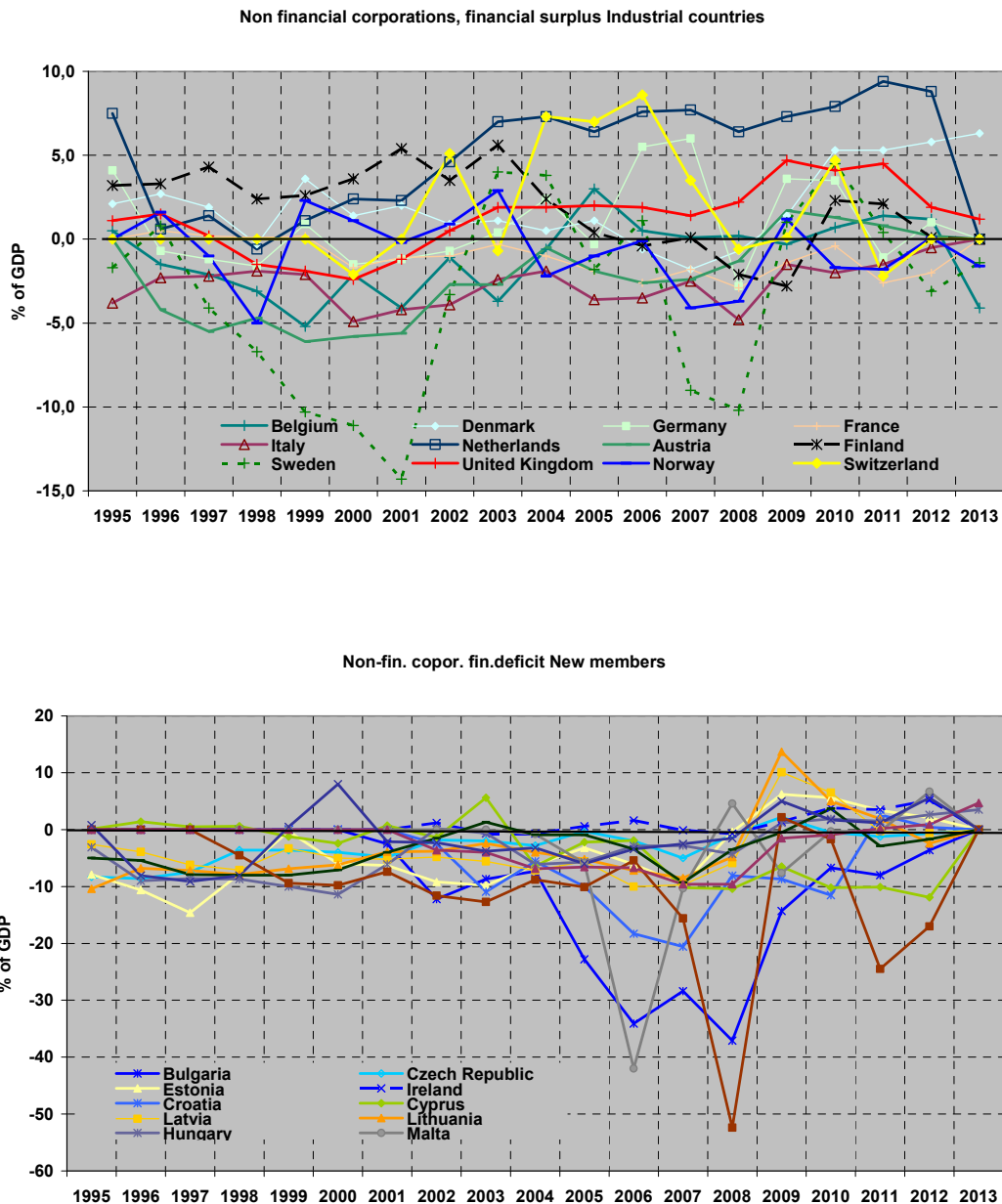


Abbildung 2: Finanzierungsüberschuss der (nicht-finanziellen) Kapitalgesellschaften der neuen EU-Mitgliedsstaaten
Q.: Eurostat sector accounts

Als Ursachen für den mangelnden Verschuldungsbedarf 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 basierenden Abbildungen 1 und 2 zeigen jedoch, dass viele nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 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&P¹) 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 (ebenso wie in einem von Staat und Haushalten von jeweils über 85% des GDP) für wachstumsmindernd. Methodisch wie statistisch blieben diese Grenzen der Staatsverschuldung nicht unwidersprochen (siehe etwa Pescatori et al 2014)²; 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 die behauptete Verschuldungsgrenze des Unternehmensektors fehlt eine solche Diskussion offenbar; eine generelle 85%-Grenze scheint jedoch angesichts der oben angeführten Argumente und der Heterogenität des Sektors noch weniger plausibel. Zwar ist ein erheblicher Anstieg der Verschuldung vor jeder Finanzkrise weitgehend unbestritten, doch liegt die Problematik in diesen Fällen weniger im Anstieg der Verschuldung als solcher als vielmehr darin, dass sich – gerade in der jüngsten Finanzkrise – problematische Schuldner für problematische Zwecke verschuldeten, was zu realen wie finanziellen Fehlinvestitionen führte.

Die einfachste und am ehesten überzeugende Erklärung der geringen Netto-Neuverschuldung der Wirtschaft dürfte in dem *flacheren Wachstumstrend* der letzten drei Jahrzehnte zu suchen sein, bei dem der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen zur Ausweitung des Produktionspotentials genügt; da die Abschreibungen überdies in der Regel zumeist großzügig kalkuliert, neue Anlagen vielfach kostengünstiger und die Gewinne hoch sind,³ erweist sich Außenfinanzierung als kaum erforderlich.⁴ Weniger klar ist, warum die Unternehmen die niedrigen Zinssätze und die guten Gewinne nicht für innovative Investitionen nutzen. Einer der Gründe mag in der herrschenden Unsicherheit liegen, ein anderer in der ungenügenden F&E-Intensität, die externes Wachstum durch Aufkäufe innovativer Start-ups als eher erfolgsträchtig erscheinen lässt.

Der trotz geringer Neuverschuldung hohe (Brutto-)Verschuldungsgrad, der von Medien,⁵ Politik und Finanzinstitutionen (siehe etwa European Central Bank 2012) als problematisch erachtet wird, muss im Zusammenhang mit den *hohen Finanzanlagen der Unternehmen* gesehen werden: 2011 standen 25595 Mrd. € Brutto-Verschuldung der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften der Eurozone 16600 Mrd. € Finanzanlagen gegenüber.⁶ Die Nettoverschuldung der Unternehmungen ist somit weniger als halb so hoch; ihre debt-to-financial-assets ratio lag bei 60%, d.h. dass zwei Drittel der Verschuldung nicht der Finanzierung realer Investitionen sondern Finanzanlagen dienen.⁷ 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 Meldungen über hohe Liquidität, die vielzitierten „Kriegskassen“ für den Kauf von Konkurrenten, Start-ups oder

¹ S&P-Analyst M. Krämer in *Die Presse*, 24.10.2014, 18.

² “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.”

³ Der scheinbare Widerspruch zwischen schlechter gesamtwirtschaftlicher Kapazitätsauslastung und guten Gewinnen erklärt sich aus den Rationalisierungsinvestitionen die Arbeitskräfte freisetzen.

⁴ “It means that a lot of new production capacity can be created by investing depreciation funds alone”. (Steindl 1979, 11); ähnlich Keynes (1936, 99).

⁵ Siehe etwa F. Doll und G. Cesar, 2014, Hochverschuldete Unternehmen säen die nächste Krise, *Wirtschaftswoche* 24.7.2014

⁶ Abgerufen von Eurostat 2012; neuerdings nicht mehr publiziert; siehe aber auch European Central Bank 2012, 91.

⁷ Dementsprechend veralteten die Anlagen und Ausrüstungen zunehmend: Bei den im S&P 500 enthaltenen Firmen erreichte ihr Alter mit 22 Jahren den höchsten Wert seit 1956 (*Die Welt* 7.10.2014 auf Grund von Bloomberg).

Unternehmensteilen, daraus resultierend die tatsächlich kräftig steigenden Fusionen und der Rückkauf eigener Aktien.⁸

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)⁹ tendiert zwar, wie Abbildung 3 zeigt, leicht abzunehmen, ihre *Brutto-Investitionsquote* sinkt jedoch deutlich stärker. Der Finanzierungssaldo ist, wie Abbildung 4 zeigt, bis etwa zur Finanzkrise leicht gesunken, hat sich seither jedoch auf etwa dem früheren Niveau stabilisiert. Er ist erheblich höher als der Finanzierungsbedarf der Kapitalgesellschaften (Abbildung 5).

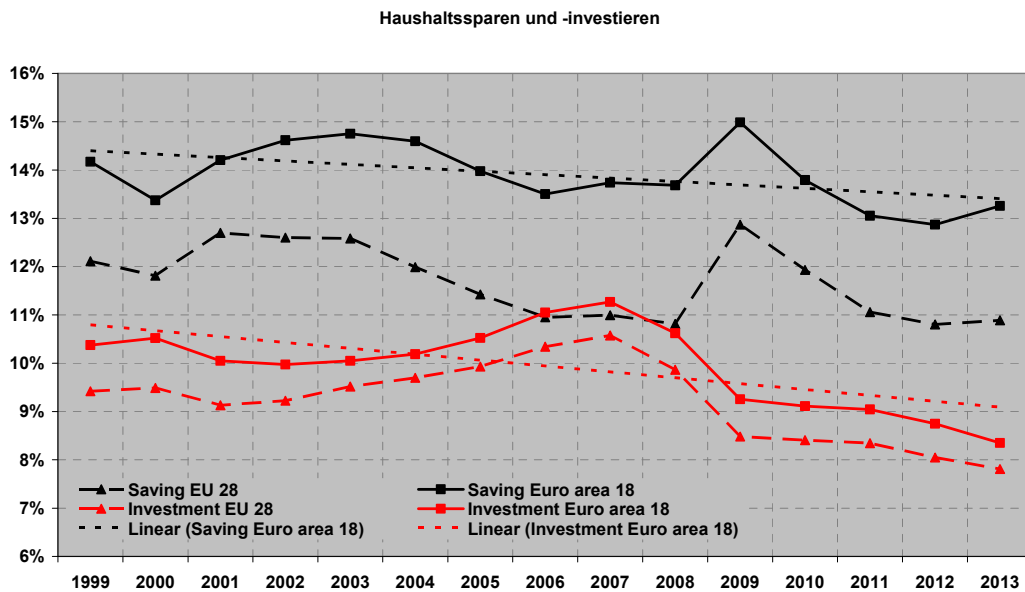


Abbildung 3: Haushaltssparen und -investieren (% des BIP)

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

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 18870 Mrd. € Finanzaktiva der Haushalte 6736 Mrd. € Finanzpassiva gegenüber. Einerseits umfasst das Aggregat „Haushalte“ auch nicht als Kapitalgesellschaften organisierte Unternehmen; wäre es möglich zwischen Unternehmen und Eigentümer zu trennen, wäre wohl ein nicht geringer Teil der Verschuldung den Unternehmen

⁸ 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).

⁹ Die Finanzierungssalden von privaten Haushalten und nicht in Form von Kapitalgesellschaften organisierten Unternehmen zu trennen ist nicht bloß statistisch sondern auch logisch schwierig, da die Aufgliederung in 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 stärker verschuldet sein dürften als große (European Central Bank 2012, 99), dürfte der Einschluss der nicht in Form von Kapitalgesellschaften organisierten Unternehmen die (statische erhobene) Haushaltssparquote eher erhöhen.

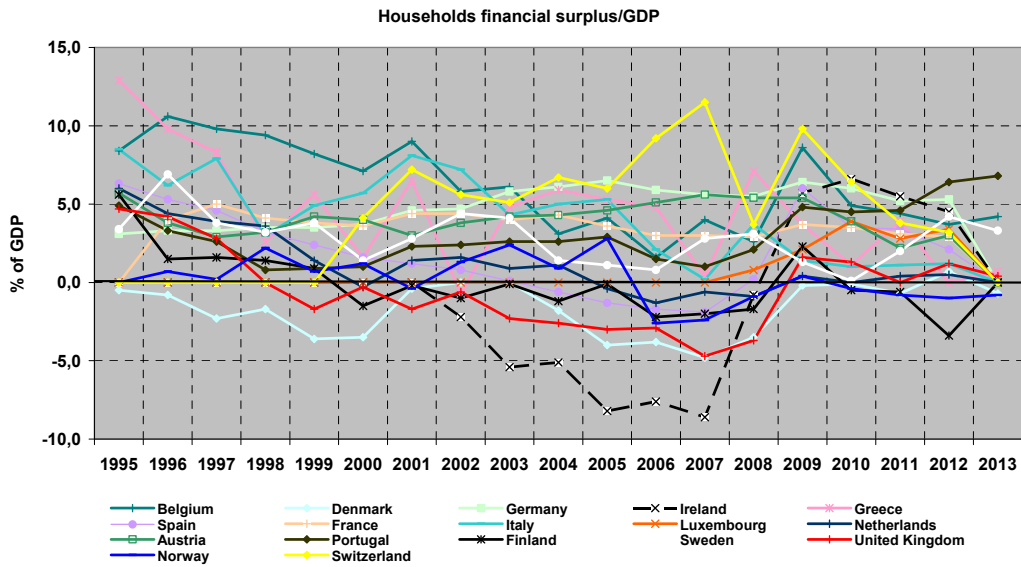


Abbildung 4: Finanzierungüberschuss der Haushalte

Q.: Eurostat sector accounts

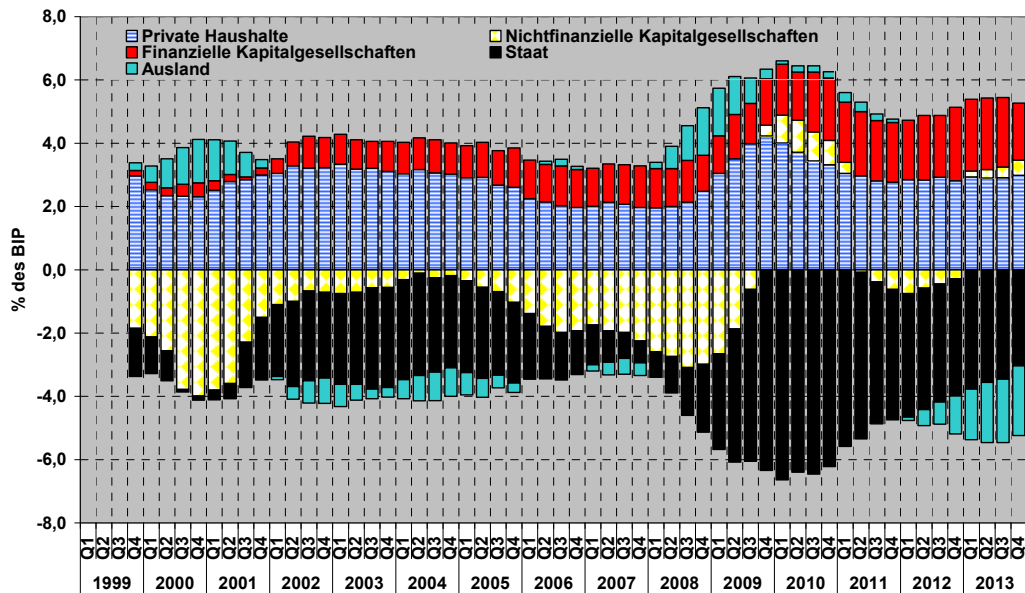


Abbildung 5: Sektorale Finanzierungssalden in der Eurozone

Q.: Eurostat sector accounts

zuzurechnen. Andererseits gibt es auch zwischen den Haushalten eine erhebliche Spreizung zwischen Netto-Schuldnern und Netto-Vermögensbesitzern, und auch jeder einzelne Haushalt besitzt sowohl Finanzaktiva wie -passiva.¹⁰ Insofern ist es kein Paradox, dass Übersparen wie Haushaltsverschuldung gleichermaßen Probleme darstellen; das Aggregat ist eben sehr heterogen.

Entgegen den geradezu ritualisierten Behauptungen von Politikern und Vertretern der Finanzinstitutionen, die Jugend spare nicht mehr, und die Sparkultur sei im Konsumwahn generell

¹⁰ Teils handelt es sich dabei um Sicherheitsüberlegungen (Wohnbau- oder Autokredit und Spareinlagen bzw. Anleihen als Liquiditätsreserve, zu einem (geringen?) Teil aber auch kreditfinanzierte Spekulation.

verloren gegangen, spricht wenig für eine sinkende Haushaltssparquote. Umfragen zeigen eine trotz sinkender Einkommen eher steigende Sparbereitschaft der Jugend;¹¹ maßgebend dafür ist neben der Unsicherheit wohl der, angesichts eher stagnierender Realeinkommen, größere Zwang zum Ansparen, nicht zuletzt auf Wohnraum. Hinzu kommen strukturelle Faktoren, wie die rasch steigende Bedeutung der Erbgeneration (Zunahme der Nachlass-Einkommens-Relation),¹² die zunehmend ungleiche personelle Einkommensverteilung, die den Anteil von Personen mit hoher Sparfähigkeit erhöht, sowie ein rasch steigender Anteil der (Finanz-)Vermögen (funktionelle Verteilung), deren Erträge weitgehend gespart werden.

In die Gegenrichtung, also zugunsten einer gewissen Senkung der Haushaltssparquote, könnten zwei Argumente sprechen: Erstens die möglicherweise höhere Verschuldung und geringere Sparfähigkeit der im Aggregat Haushalte enthaltenen nicht als Kapitalgesellschaften organisierten, somit kleineren Unternehmen.¹³ Zweitens wird vielfach die Alterung der Gesellschaft gemäß der Lebenszyklushypothese angeführt. Dagegen spricht allerdings neben der schwachen empirischen Evidenz für diese Hypothese im Allgemeinen (Hall and Miskin 1982; Skinner 1988; Zeldes 1989), der geringe Anteil der Altersvorsorge an den Gesamtsparrnissen, die zunehmende Problematik des Ansparens wie Probleme der Steuerung des Entsparens im Alter: Einerseits müsste das Ansparvolumen angesichts der zunehmenden Länge der Periode zwischen Pensionsantritt und Ableben außerordentlich hoch sein, 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 spricht für eine Erhöhung der Sparquote.¹⁴

Von den Bemühungen um eine Reduzierung der Staatsverschuldung abgesehen, wird das Problem der Sparschwemme der wohlhabenden Industriestaaten durch die *mangelnde Verschuldungsbereitschaft der Schwellenländer* weiter verschärft. Finanzierungsüberschüsse des Inlands waren in der europäischen Vergangenheit für wohlhabende Länder¹⁵ 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.

¹¹ „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)

¹² 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.

¹³ Siehe dazu European Central Bank 2012, 99.

¹⁴ Die Lebenserwartung von Männern (bei der Geburt) ist in Österreich zwischen 1982 und 2012 um fast 10 Jahre (13%) auf 78 Jahre gestiegen; gegeben ein unverändertes Pensionsantrittsalter von 60 Jahren hat sich die Periode, für die angespart werden muss von 9 auf 18 Jahre verdoppelt. Hielte der 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.

¹⁵ Genauer für Volkswirtschaften mit einem relativ höheren Entwicklungsniveau.

Maßgebend dafür waren die merkantilistische Ideologie dieser Länder, eine verzögerte Anpassung des Konsums, der Zwang zu privater Vorsorge für Alter, Gesundheit und Ausbildung, aber auch die Absicherung gegen landesspezifisch hohe idiosynkratische Risiken und unterentwickelte Finanzmärkte, die eine Anlage in den finanziell hoch-entwickelten Industriestaaten nahe legten (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 diesen 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 6), der grenzüberschreitende Kreditverkehr ist so gut wie völlig zusammengebrochen.

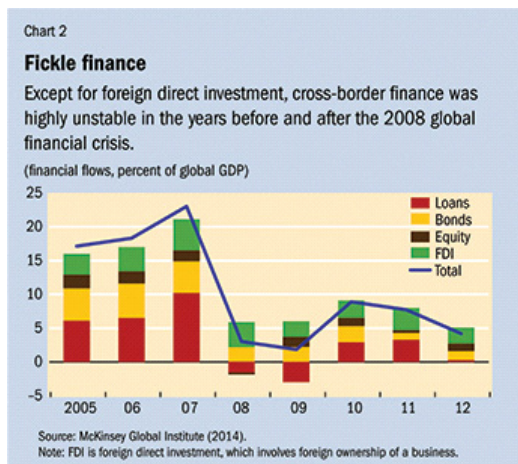


Abbildung 6: Internationaler Kapitalverkehr
Q.: IMF F&D Sept. 2014, 24

Sparüberschüsse als Merkmal wohlhabender Gesellschaften?

Die Realität des geringen Finanzbedarfs der Unternehmen in wohlhabenden Volkswirtschaften, derzufolge sie bloß einen Teil der Haushaltsersparnisse zur Finanzierung ihrer Investitionen benötigen, wurde vom Mainstream der Theorie bisher weitgehend ignoriert, geschweige denn, dass sie in das Bewusstsein der Wirtschaftspolitik oder gar der Öffentlichkeit gedrungen wäre. Maßgebend dafür sind die Annahmen des traditionellen ökonomischen Modells, weiters historische Erfahrung verbunden mit verzögerter Wahrnehmung, sowie mikroökonomische Analogien und moralische Ansätze.

Die *traditionelle Volkswirtschaftslehre* geht als Ökonomie der Knappheit von einem begrenzten Angebot der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit aus; der Marktmechanismus Sorge, primär durch den Zinssatz dafür, dass die Faktoren voll und effizient eingesetzt werden. Nicht bloß in den letzten beiden Dekaden konnte das der Zinssatz offenbar nicht leisten. Dafür gibt es eine lange Tradition von Erklärungen, die von Laffemas (1598)¹⁶ über Mandeville (1714), Malthus (1820)¹⁷ und Keynes (1936) bis Steindl (1982) reicht. Sinkende Zinssätze führen im Allgemeinen bloß dann zu steigenden Investitionen, wenn zugleich die Nachfrage steigt. Das ist aber keineswegs

¹⁶ Zitiert nach Keynes 1936, 358.

¹⁷ „The principle of saving, pushed to excess, would destroy the motive to production“. (Malthus, zitiert nach Keynes 1936, 363)

sicher, da das Sparen eher einkommens- und die Investitionen eher kapazitätsabhängig sind und auf sinkende Zinssätze bloß wenig reagieren.

Die Annahmen des Mainstream gelten somit nicht allgemein, sondern bloß für ‘Aufholperioden’ raschen Wachstums; Beispiele sind die Industrialisierung Europas und der USA im 19. Jahrhundert wie der Aufholprozess Europas nach den Verlusten durch zwei Weltkriege und die Weltwirtschaftskrise, mit Einschränkungen auch die gegenwärtige Industrialisierung der Schwellenländer. In solchen Perioden konkurrieren Konsum-, Investitions- und Staatsnachfrage um knappe Ressourcen, vor allem Arbeitskräfte und Kapital; für die historisch längeren ‘Normal’-Perioden knapp zweiprozentigen Wachstums sind Vollbeschäftigung (Arbeitskräftknappheit) und Kapitalknappheit eher untypisch. Noch weniger gilt die Annahme der Knappheit von Kapital und Arbeitskräften für die ‘Wohlstandsgesellschaft’, in der die Bildung von Finanzkapital den Investitionsbedarf vielfach übersteigt, und die relativ zum Wachstum hohe Produktivitätssteigerung Beschäftigungsprobleme schafft; statt Arbeit und Kapital werden in einer solchen Situation die nicht erneuerbaren Ressourcen knapp. Keynes ([1943] 1980)¹⁸ wie Steindl (1982) erwarten für wohlhabende Gesellschaften, dass die Spartätigkeit der Haushalte die Beträge erheblich übersteigt, die die Unternehmen zur Investitionsfinanzierung benötigen.

Stärker noch als durch Theorie und Geschichte kann die mangelnde Berücksichtigung des fehlenden Finanzierungsbedarfs durch *verzögerte Wahrnehmung* auf Grund der jüngeren Vergangenheit erklärt werden: Das Denken unserer Tage prägt nach wie vor die erhebliche Kapitalknappheit der Kriegs- und Zwischenkriegszeit, wie 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 Überlegung, dass staatliche Finanzierungsansprüche private Investitionsfinanzierung verdrängen (crowding out), wird nicht bloß von der Politik unreflektiert festgehalten.¹⁹ Es ist weitgehend in Vergessenheit geraten, dass das, historisch gesehen, keineswegs typisch war: Der Produktionssektor benötigte bis in die frühe industrielle Revolution wenig Kapital, das er so gut wie ausschließlich im Weg der Selbstfinanzierung aufbrachte.²⁰ Erst in der Periode der raschen Industrialisierung im 18. Jh. musste England auf die Sparüberschüsse der wohlhabenden Niederlande zurückgreifen. Bereits im späten 18. und 19. Jahrhundert sparte England, inzwischen selbst wohlhabend geworden, jedoch mehr als es zur Finanzierung der eigenen Investitionen benötigte,²¹ und finanzierte die amerikanische, deutsche und französische Industrialisierung (siehe dazu Tichy 2014). Im 20. Jahrhundert änderte sich das, wie bereits erwähnt: Der „downhill“-Strom, der Kapitaltransfer 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 daher in den wohlhabenden Ländern ‘gefangen’.

Der dritte Grund für das beharrliche Ignorieren des systemischen Charakters und der Nachhaltigkeit der gegenwärtigen Sparschwemme sind *mikroökonomische Analogien und moralisch-ideologische Ansätze*. Die Analogie zur „Schwäbischen Hausfrau“, für die Sparen zu

¹⁸ 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“ (1943, S. 323)

¹⁹ Siehe etwa den deutschen Sachverständigenrat: „Eine Verbesserung der Wachstumsperspektiven kann dazu beitragen, dass mehr deutsche Ersparnisse für Investitionen im Inland verbleiben und ausländisches Kapital angezogen wird.“ (SVR 2014, 2).

²⁰ Erst zu Beginn des 18. Jahrhunderts stieg die englische Investitionsquote von 8% auf 11% (Deane and Cole ²1967).

²¹ Nach Brezis (1995) wechselte England zwischen 1790 und 1815 von einer Schuldner zu einer Gläubigernation.

Recht eine Tugend ist, verstellt den Blick der Öffentlichkeit auf Mandevilles (1714) inzwischen drei Jahrhunderte alte Erkenntnis, dass *“private vices, publick benefits“* sein können –, dass eine gesteigerte Spartätigkeit der Gesellschaft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage reduziert, damit aber auch Beschäftigung und Wohlstand.

Wird die Sparschwemme anhalten?

Vieles spricht dafür, dass die weltweit (geplanten) Sparüberschüsse anhalten werden. Für die wohlhabenden Industriestaaten entspricht das nicht bloß der historischen Erfahrung sondern auch dem aus historischer Sicht ‘normalisierten’ Wachstum, angesichts dessen der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen für das Wachstum des Produktionspotentials ausreicht. Doch auch die Finanzierungsüberschüsse der übrigen Welt zeigen wenig Tendenz einer Verringerung (siehe die Argumentation im Kasten). Weltweit wuchsen die Vermögen im Jahr 2013 um 14% (Capgemini and RBC Wealth Management 2014), mehr als fünfmal so stark wie das nominelle BIP.²² Geht man davon aus, dass die US-amerikanischen Spardefizite, derzeit wichtigste ‘Senke’ für die

Verringerung des weltweiten Sparüberschusses?

China: Zwar dürften die Leistungsbilanzüberschüsse, nicht zuletzt infolge der stärker binnenorientierten 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.

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 anhaltenden 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 weiter 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 einerseits die mangelnde Notwendigkeit Kapazitäts-erweiterungen Netto-Investitionen, da der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen ausreicht, andererseits die hohen Gewinne, die nicht bloß überwiegende Selbstfinanzierung ermöglichen, sondern darüber hinaus Aufkäufe anderer Firmen und Aktienrückkäufe.

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 Budgetdefizit 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 Gesamtsparrnissen. 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 vorsichtshalber eher zu wenig entspart wird.

Q.: Tichy 2014

weltweiten Sparüberschüsse, weiterhin reduziert werden, wird sich die Situation sogar verschärfen. Wenn jedoch die Sparschwemme, selbst abgeschwächt, anhält, werden auch die

²² Asia-Pacific führte mit einem Zuwachs von 18%, gefolgt von North America und Middle East mit jeweils 17% und Europa mit 14%; Africa mit 7% und Latin America mit 2% bildeten die Schlusslichter.

Zinsen niedrig bleiben, was Belastung der Schuldner niedrig hält und höhere Verschuldungsniveaus erlaubt.

Die Wirtschaftspolitik sollte somit darauf vorbereitet sein, dass die Sparschwemme und die niedrigen Zinssätze zumindest mittelfristig anhalten. Auf den klassischen Anpassungsmechanismus über den Zinssatz kann sie weder auf Grund der gegenwärtigen Erfahrung noch auch der empirischen Erkenntnisse über die Höhe der Elastizitäten vertrauen. Es bedarf daher wirtschaftspolitischer Konzepte zur Vermeidung einer rezessiven Anpassung der 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. 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 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 Staatsschuld verringert, d.h. Budgetüberschüsse erzielt werden, müssen entweder die Sparüberschüsse der Haushalte reduziert oder die Verschuldung von Unternehmen oder Ausland erhöht werden. Die Wirtschaftspolitik steht dabei vor einer schwierigen Aufgabe, weil die Spar- und Investitionspläne von einer Vielzahl, auch psychologischer Faktoren abhängen und sich auch wechselseitig beeinflussen. Steindl ([1982] 1990, 193ff) geht davon aus, dass die Haushaltssparquote auf Wachstumsänderungen weniger reagiert als die Unternehmenssparquote, sodass der Finanzierungsüberschuss bei sinkendem Wachstum steigt; die Anpassung erfolge primär durch Verschuldung der öffentlichen Hand. Das wird durch die Quartalsdaten der Eurozone zumindest nicht widerlegt. Wie Übersicht 2 zeigt, besteht eine deutlich positive Korrelation zwischen den Finanzierungssalden von Haushalten und Unternehmen, eine negative hingegen zwischen den Finanzierungssalden von Öffentlicher Hand einerseits und Haushalten und Firmen andererseits sowie zwischen Unternehmen und Ausland. Sparen die Haushalte mehr oder

Übersicht 2: Korrelationskoeffizienten der Finanzierungssalden (Eurozone 1999/4-2013/4)

	Öffentl. Hand	Unternehmen*	Ausland
Haushalte	-0,79	0,66	0,14
Öffentl. Hand		-0,85	0,20
Unternehmen*			-0,66

* Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften
Q.: Eurostat

verschulden sich die Unternehmen weniger tendieren die Staatschulden zu steigen. Versucht der Staat seine Schulden zu reduzieren, müssen Unternehmen ihre Verschuldung (negativer FS) erhöhen oder die Haushalte ihre Spartätigkeit (positiver FS) reduzieren. Keines der beiden wird

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

leicht durchzusetzen sein, erst recht nicht in einer Rezession; es besteht die Gefahr, dass beide Sektoren an ihren Plänen festhalten. Eine Politik des europaweiten Staatsschuldenabbaus ohne genau überlegte Begleitmaßnahmen führt somit mit großer Wahrscheinlichkeit zu sinkender Nachfrage: 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 in diesem Fall erst, wenn die *Sparfähigkeit* durch reduzierte Einkommen oder Arbeitslosigkeit auf das Niveau der Verschuldungspläne gesunken ist – eine recht problematische Form der Anpassung.

Angesichts seiner quantitativen wie geografischen Dimension und der unzureichenden Ansatzpunkte muss die Politik das Problem der anhaltenden Finanzierungsüberschüsse im Rahmen eines umfassenden und konsistenten Konzepts mittels eines Bündels von Maßnahmen von verschiedenen Seiten her angehen. Der nächstliegende Ansatzpunkt, die Investitionen durch *Anhebung des Wachstumstrends* über die historisch realisierten 2% hinaus auf die Höhe der geplanten Ersparnisse zu steigern, 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; diesbezüglich besteht noch erheblicher Forschungsbedarf. Es kann hier bloß versucht werden, Elemente eines konsistenten Maßnahmenpakets vorzuschlagen: Vertrauensbildung, nicht zuletzt durch Vermeidung der Fehler der bisherigen Geld- und Fiskalpolitik, Reduzierung des 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 größer sein dürfte. Dennoch wird man letztlich um eine Steigerung der ‘produktiven’ Investitionen des Staates, vor allem im Bereich der immateriellen Infrastruktur zur Beseitigung der Verwerfungen 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 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 allerdings dazu 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, (europäische) Bankensanierungen oder Pensionen bei steigender Lebenserwartung ohne Erhöhung des Eintrittsalters, aus dem laufenden Budget zu finanzieren; die Bürger fühlen sich in allen diesen Fällen getäuscht, wenn ihnen die Folgen bewusst werden.
- Gleiches gilt für die Behauptung, dass Budgetdefizite, vor allem in einer Rezession, rasch und problemlos abgebaut und der Schuldenstand reduziert werden kann.
- Ähnlich wirken unrealistische Zielsetzungen, wie etwa die (überdies oktroyierten) Maßnahmen zur Stützung 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.

- Gleichmaßen 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, die mangels Realisierbarkeit zu Enttäuschungen führen müssen. Ähnliches scheint sich bei der Strategie Europe 2020 zu wiederholen (Aiginger 2014a).
- Als letztes Beispiel seien falsche bzw. problematische Maßnahmen der Wirtschaftspolitik erwähnt: Dazu zählt die Kombination restriktiver Fiskal- mit expansiver Geldpolitik, deren Maßnahmen einander konterkarieren, ebenso wie die mechanische Oktroyierung einer Schuldenbremse, gleichermaßen auf Staaten, die tatsächlich ihr Schuldenlimit überschritten haben, wie auf solche für die das keineswegs der Fall ist (Schoder 2014; Afonso and Jalles 2014), und die durch kreditfinanzierte Infrastrukturinvestitionen zur Überwindung der Rezession beitragen könnten.

Reduzierung des geplanten Sparens

Der 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 internationale Lage an.

Selbst wenn es gelänge, die Verunsicherung abzubauen, käme man doch um erhebliche *Systemreformen* nicht herum. Zu diesen gehört als zweiter Maßnahmenkomplex 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 bestenfalls in kleinen Schritten und mit demgemäß beschränkter Wirkung durchgesetzt werden.

Drittens 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 und der Finanzierung, die sowohl auf die geänderte Altersverteilung, die zunehmende Ungleichverteilung der Einkommen als auch auf die geänderten Bedürfnisse in einer wohlhabenden Gesellschaft Bedacht nehmen. Solange das nicht der Fall ist, bleibt die herrschende 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 12).

Viertens bedarf es der *Umleitung der Ersparnisse der Haushalte* in Formen, die für die Finanzierung der Investitionen besser geeignet sind, also längerfristig, riskanter und Eigenkapital-näher.²⁵ Das bedeutet nicht bloß die Herausforderung für die Finanzinstitutionen *entsprechende Anlageformen zu entwickeln*, die auch für kleinere Sparer attraktiv und handhabbar sind. Auch 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.

²⁵ Die diesbezüglichen Probleme der USA sind trotz geringer Sparquote leichter, weil die sehr viel breitere Anlage der Ersparnisse in Aktien die Verschuldungs- und Risikoprobleme mildert.

Angesichts der unterschiedlichen Sparneigung der verschiedenen Einkommensschichten empfehlen sich zur Verringerung der (geplanten) Spartätigkeit fünftens *Maßnahmen zur gleichmäßigeren Einkommensverteilung*,²⁶ vor allem eine deutlichere Progression des gesamten Abgabensystems (nicht bloß der Besteuerung sondern auch der übrigen Abgaben einschließlich Sozialversicherung), sowie eine Verlagerung der Besteuerung von Arbeit zu Kapital und Emissionen; dabei kommt der Besteuerung von Finanztransaktionen, Erbschaften und Kohlendioxyd besondere Bedeutung zu.

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, weil die Verschuldungsbereitschaft der Kapitalgesellschaften angesichts der ungenügenden Kapazitätsauslastung und der relativ guten Gewinne gering ist; insofern werden auch steuerliche Maßnahmen wenig ausrichten können. 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 Kauf von Konkurrenten zu wachsen, bzw. ihre Position durch den Kauf eigener Aktien zu verbessern (was Beides zumindest nicht wachstumsfördernd ist und als Nullsummenspiel auch nichts zum Abbau des Finanzierungsüberschusses beiträgt). Effektiver als Geldpolitik wäre daher eine scharfe *Wettbewerbspolitik*, die die Konzerne zu Innovationen in neue Geschäftsfelder zwingt und Konzentrations-fördernde Zusammenschlüsse einschränkt. Auch sollte überlegt werden, durch abgabenrechtliche Maßnahmen die Art und Zusammensetzung der Investitionen zu ändern: Die hohe Belastung von Arbeit relativ zu Kapital zwingt die Unternehmungen geradezu zu '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 auch den EU-Competitiveness Report 2014). Insofern müssten die im Zehn-Punkte-Programm des neuen EU-Präsidenten für die kommenden drei Jahre angepeilten 300 Mrd. € an zusätzlichen privaten und öffentlichen Investitionen auf KMUs und junge Unternehmen sowie auf spezifische, primär immaterielle Infrastrukturprojekte konzentriert werden. Das institutionelle Setting, wieweit EU-Institutionen (im weitesten Sinn, also einschließlich EZB) die geeigneten Institutionen zur Vergabe von Kleinkrediten und zur Finanzierung lokaler immaterieller Infrastrukturprojekte sind, müsste allerdings hinterfragt werden. Nicht bloß in diesem Zusammenhang sondern auch als Folge der schärferen Bankenregulierung müssen Wirtschaftspolitik und Finanzaufsicht intensiv an neuen Formen der KMU-Finanzierung (von Kapitalmarkt-fähiger Bündelung bis solides crowd financing) arbeiten.

Ergänzend könnte auch das Instrument der *Kreditversicherung* überlegt werden; sie müsste allerdings auf besondere Fälle eingeschränkt werden, um eine Sozialisierung der Risiken zu vermeiden. Schließlich könnten steuerliche Maßnahmen dazu beitragen, den Trend von Real- zu Finanzanlagen jedenfalls zu stoppen, wenn schon nicht umzukehren.

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

Verbesserung der Investitionen des Staates und ihrer 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 Erfolge zu erwarten sind. Auf kurze und mittlere Sicht wird man aber um eine Kompensation der Sparüberschüsse durch eine Verschuldung des Staates für Infrastruktur-Investitionen im weitesten Sinn, von immaterieller über materielle Infrastruktur bis zu Investitionen in die Umwelt, nicht herkommen. Für eine Wohlstandsgesellschaft ist das eine naheliegende Lösung, auf die Galbraith (1958) mit seinem Hinweis auf immer größere und teurere PKW auf immer schlechteren Strassen schon vor Jahrzehnten 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; 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 aufsteigt, sondern auch für den künftigen Wohlstand entscheidend ist.²⁷

Trotz ihrer objektiven und subjektiven Bedeutung wurden die staatlichen Investitionen in der Währungsunion in den letzten Jahren stark gekürzt: Sie haben seit 2007 um ein Viertel abgenommen (von 2,6% des BIP 2,1%). 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 Staatskonsum oder fragwürdigen Projekten der materiellen Infrastruktur resultiert, in der Finanzkrise auch aus problematischen Sanierungen von Finanzinstituten. Als Reaktion darauf sieht der Fiskalpakt einen undifferenzierten Abbau von Budgetdefiziten und Staatsverschuldung vor; das erwies sich als kontraproduktiv, weil Administration und Politik den mühsamen Weg der Reformen der Verwaltung und der generellen Neuformulierung der Staatsaufgaben scheuten, und statt dessen die öffentlichen Investitionen kürzten. Unbeschadet des dringenden Erfordernisses die laufenden Staatsausgaben zu kürzen und die 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 in Bildung, Forschung und Umwelt nützen künftigen Generationen mehr noch als der gegenwärtigen – eine Kreditfinanzierung ist daher nicht bloß sinnvoll sondern auch generationengerecht fair.
- 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. Neuere empirische Arbeiten (Schoder 2014; Afonso and Jalles 2014) zeigen, dass die Staatsverschuldung bestenfalls in einzelnen Ländern problematisch ist.

²⁷ Der Begriff der immateriellen Infrastruktur muss zwar klar aber durchaus breit definiert werden; so sollten etwa auch soziale Investitionen, wie etwa solche zur Integration der Migranten einbezogen werden: Angesichts der Instabilität im Süden und Osten muss mit einem anhaltend kräftigen Zustrom gerechnet werden, der angesichts der demografischen Entwicklung arbeitsmarktpolitisch durchaus nicht unerwünscht ist, allerdings erhebliche soziologische und emotionelle Problem aufwerfen wird.

- Eine kreditfinanzierte Verbesserung der Infrastruktur könnte nicht bloß wohlfahrtssteigernd wirken und zur Angleichung der Investitionen an die Sparpläne beitragen, sie wäre auch konjunktur- und beschäftigungspolitisch anzuraten.²⁸

Angesichts der Größe des Problems dürfen sich die Maßnahmen allerdings keineswegs auf eines der üblichen Programme des kreditfinanzierten Ausbaus der materiellen Infrastruktur beschränken, wie es sich in ersten Diskussionen 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 Staatsfinanzierung-sparende Lösung erweisen.
- Auch die Anwendungen von *PPP* dürften noch keineswegs ausgereizt sein, wenn man auch die Probleme bei der Aufteilung der nicht leicht vorhersehbaren Risiken auf die Partner nicht unterschätzen darf.
- Gleichermaßen besteht bei *Auslagerungen* von Infrastruktur-Investitionen an Private noch Spielraum. Allerdings stellen sich dabei zwei Probleme: Erstens, dass dafür primär Projekte der derzeit weniger dringenden materiellen Infrastruktur in Frage kommen. Das könnte in der Weise gelöst werden, dass die dadurch freigesetzten Mittel für immaterielle Projekte eingesetzt werden. Zweitens stellt sich das Problem der höheren Kosten: Private müssen höhere Kreditzinsen zahlen und sie schlagen einen Gewinnzuschlag auf; das kann, muss aber nicht, durch höhere Effizienz kompensiert werden. 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.
- Dieser wie auch die nachfolgenden Lösungsansätze setzen daher einen *Abbau der Aversion gegen Staatsverschuldung*, nicht bloß der Öffentlichkeit sondern auch der Politiker und des EU-Beamtenstabs voraus. Es muss klar gestellt werden, dass Investitionen, die auch kommenden Generationen nützen, keineswegs ausschließlich von der gegenwärtigen finanziert werden müssen (und sollten). Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit einer solchen Kampagne ist aber wiederum eine sparsame, nachhaltige, glaubhafte und auf Effizienz gerichtete Staatsausgaben-Politik. Wie erwähnt führen Schoder (2014) und Afonso and Jalles (2014) gute Argumente an, dass der Spielraum für Staatsverschuldung bloß in wenigen Staaten voll ausgeschöpft ist.
- Zusätzliche Mittel für die Infrastrukturfinanzierung schlagen 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. Dieser Ansatz hat den Vorteil, dass die EU-Kommission ein zusätzliches Steuerelement für ihre Umweltpolitik erhalte.
- Letztlich aber scheint es unvermeidlich – als logische und am klarsten zielführende Maßnahme – auf das alte *Budgetsplitting* in einen laufenden („ordentliche Gebarung“) und einen Investitions Haushalt („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

²⁸ Aus konjunkturpolitischer Sicht sollten zunächst nicht die vieldiskutierten transeuropäischen Energie-, Verkehrs- und Informationsnetze forciert werden, deren Durchsetzung üblicherweise Jahre wenn nicht Jahrzehnte dauert, sondern Investitionen in Bildung und F&E, die neben ihrer langfristig Wohlfahrtssteigernden Wirkung auch kurzfristig Beschäftigungssteigernd wirken; sofern Projekte der materiellen Infrastruktur überhaupt einbezogen werden, wäre etwa an relativ rasch realisierbare Investitionen in dezentrale Alternativenergien zu denken, an deren Effizienzsteigernde Integration in die traditionellen Netze, oder die Organisation intelligenter Netze.

Wirtschaft – die Investitionen nur *zum Teil* schuldenfinanziert sein sollten. Zweitens dürften bloß neue, keineswegs Ersatzinvestitionen kreditfinanziert werden. Drittens müsste durch eine taxative Liste sichergestellt sein, dass bloß Zukunfts-sichernde primär immaterielle Investitionen schuldenfinanziert werden; zugleich sollte die jeweils erlaubte maßnahmenspezifische Fremdfinanzierungsquote festgelegt werden, die je nach Wichtigkeit und Lebensdauer variiert.²⁹

‘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 kulturell-gesellschaftlich nahestehende Länder³⁰ oder um unterentwickelte Landesteile³¹ bzw. Kolonien, deren Rechtssystem man ‘im Griff’ hatte.³² Dieser Mechanismus ist in großen Teilen der Welt zusammengebrochen: Viele asiatische Länder fragen kaum Auslandskapital nach, weil sie ein anderes Modell gewählt haben; andere Länder, etwa im Nahen Osten oder in Afrika, sind politisch instabil und stehen den Kapitalgebern kulturell-gesellschaftlich eher fern – man vertraut nicht in die Rechtssicherheit. Insofern fließt Kapital derzeit eher uphill, in Richtung 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 (Schnabel et al 2013), und die Finanzierung erfolgt weniger durch Kredite als durch Direktinvestitionen sowie den Kauf 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).

Die nordischen Länder (im Baltikum) und Österreich (in Osteuropa), die beide in der Untersuchung der BIZ leider nicht enthalten sind, haben mit dieser Strategie gute Erfahrungen gemacht: Trotz anfänglich übermäßigem Optimismus und demgemäß überschießender Investitionen spricht Alles dafür, dass sowohl Kapitalgeber wie ihre Partner profitiert haben. Eine vorsichtige Weiterentwicklung des Modells auf Grund dieser Erfahrungen scheint durchaus möglich.

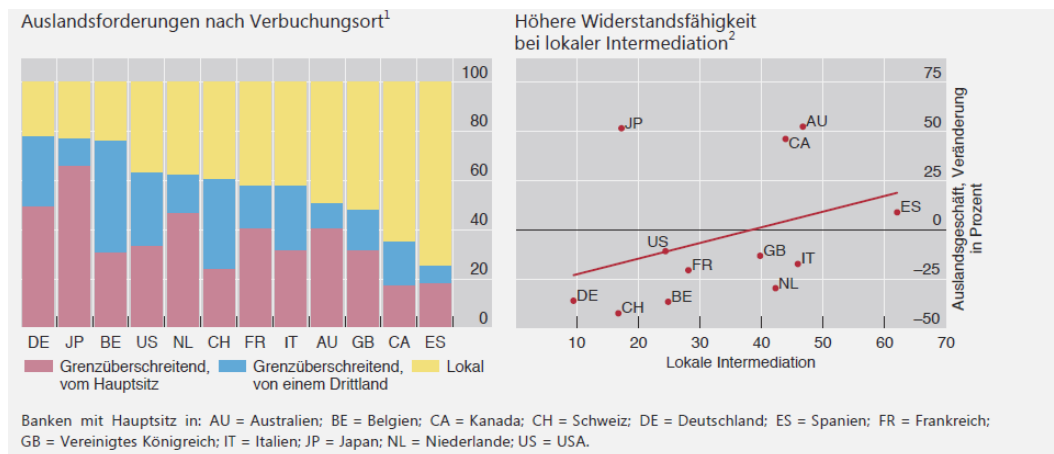


Abbildung 7: Auslandstransaktionen durch Hauptsitz der Finanzinstitutionen

²⁹ Um die Widerstände gegen die „Aufweichung des Fiskalpakts“ zu überwinden, spezifiziert Aiginger (2014b) die oben erwähnten taxative Liste auf fünf von der Kommission festgelegte Kategorien, beschränkt das Ausmaß auf 1% des BIP und die Dauer der Maßnahmen auf zwei Jahre.

³⁰ Etwa Holland – England, England – Frankreich, Deutschland.

³¹ Etwa Österreich-Ungarn in seinen östlichen Landesteilen.

³² Etwa England und Frankreich.

Q.: BIZ 2014, 132

Résumé

Die Sparpläne der Haushalte übersteigen derzeit weltweit den beschränkten Finanzierungsbedarf der Unternehmen; die Differenz schlägt sich in steigender Staatsverschuldung nieder. Vieles spricht dafür, dass das nicht bloß eine Folge der Finanzkrise ist, sondern einerseits im südostasiatischen Wirtschaftsmodell angelegt ist, andererseits ein Symptom der westlichen Wohlstandsgesellschaft: Finanzielle Absicherung gewinnt an Bedeutung und das langsamere Wachstum erfordert weniger Investitionen. Die Wirtschaftspolitik sollte daher auf ein Anhalten der gegenwärtigen Situation vorbereitet sein; ohne Gegenmaßnahmen müsste es zu einer rezessiven Anpassung der Sparfähigkeit an die Verschuldungsbereitschaft von Wirtschaft und Staat kommen.

Gegen die weltweiten Verwerfungen, die primär auf die südostasiatische exportbasierte Wirtschaftspolitik zurückgehen, kann bloß eine stärker inlandsorientierte Politik dieser Länder und eine erhebliche Aufwertung (Aufgabe der Dollarbindung) helfen. Ansätze dazu gibt es, doch ist angesichts der Dimension des Problems mit einer langen Übergangsphase zu rechnen. In der EU bedarf es eines breiten und wohl ausgewogenen Maßnahmenpakets. An erster Stelle muss das Vertrauen der Bevölkerung in das System gestärkt werden, um das Vorsichtssparen zu reduzieren und die Investitionsbereitschaft zu stärken. Das muss aber, zweitens von einem Abbau der Sparförderung, langfristiger Absicherung der Altersversorgung, innovationsfördernder Wettbewerbspolitik und selektiver Maßnahmen der Investitionsförderung, vor allem für KMUs begleitet sein. Drittens müssen die stark reduzierten Investitionen im öffentlichen Bereich wiederbelebt werden. Einerseits ist, vor allem im kommunalen Bereich, das Potential für Privatisierung, und generell das der Public Private Partnerships noch nicht ausgereizt; andererseits müssen die negativen Folgen der Schuldenbremse auf die staatlichen Investitionen eingeschränkt werden. Vor allem in den Staaten, in denen die Finanzierung und Bedienung der Staatschulden kein Problem darstellt, sollte die früher übliche Trennung in einen Überschüsse erzielenden ordentlichen Haushalt der laufenden Ausgaben und einen Investitionshaushalt wieder eingeführt werden, innerhalb dessen bestimmte Investitionen innerhalb bestimmter Grenzen schuldenfinanziert werden können.

Literatur

- Afonso, António and João Tovar Jalles, 2014, A longer-run perspective on fiscal sustainability, *Empirica* 41(4), 821-847.
- Aiginger, Karl, 2014a, 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>
- Aiginger, Karl, 2014b, A silver bullet for restarting growth in Europe, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/von/karl-aiginger/>
- BIZ, 2014, *84th Annual Report, 2013/2014*, Basel: BIS.
- 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.
- Borio, Claudio and Mathias Drehmann, 2009, Assessing the risk of banking crises – revisited, *BIS Quarterly Review* March, 29-46.
- Capgemini and RBC Wealth Management, 2014, *World wealth report 2014*, <https://www.worldwealthreport.com/>
- Cecchetti, S.G., Mohanty, M.S. and Zampolli, F., 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.
- Darrell M. W., 2014, Wealthification in the United States and Europe, erscheint in *Intereconomics* 49(5).

- Deane Ph. and W.A. Cole, ²1967, *British growth 1688-1959: Trends and Structure*. Cambridge: Cambridge University Press.
- EU, 2014, *European Competitiveness Report 2014*.
- European Central Bank, 2012, Corporate indebtedness in the Euro area, *Monthly Bulletin February*, 87-103.
- Galbraith, John. K., 1958, *The affluent society*,
- Griffith-Jones, Stephany and Giovanni Cozzi, 2014, Investment-led growth: a solution to the European crisis, www.feeps-europe.eu/assets/3d4eaf81-b7a5-46cc-9991-8f53e5f63fe4/investmentledgrowthasolutiontotheeuropean crisis2014.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.
- Keynes, John M., [1936] 1964, *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, 857-909.
- Malthus, Thomas R., 1820, Principles of Political Economy, *Considered with a view to their practical application*.
- Mandeville, Bernard, [1924] ²1957, *The Fable of the Bee*, with a commentary critical, historical, and explanatory by F. B. Kaye, Oxford.
- Mooslechner, P., Schürz, M., 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.
- 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.
- Schnabel, Isabel, Christian Friedrich and Jeromin Zettelmeyer, 2013, Financial integration and growth – Why is Emerging Europe different?, *Journal of International Economics* 89(2), 522–538
- 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., [1982] 1990, The role of household saving in the modern economy, in J. Steindl, *Economic Papers 1941-88*, Houndsville and London: Macmillan, 183-207.
- 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.
- Zeldes, Stephen P, 1989, consumption and liquidity constraints: An empirical investigation, *Journal of Political Economy* 97(2), 305-46.

Project Information

Welfare, Wealth and Work for Europe

A European research consortium is working on the analytical foundations for a socio-ecological transition

Abstract

Europe needs change. The financial crisis has exposed long-neglected deficiencies in the present growth path, most visibly in the areas of unemployment and public debt. At the same time, Europe has to cope with new challenges, ranging from globalisation and demographic shifts to new technologies and ecological challenges. Under the title of Welfare, Wealth and Work for Europe – WWWforEurope – a European research consortium is laying the analytical foundation for a new development strategy that will enable a socio-ecological transition to high levels of employment, social inclusion, gender equity and environmental sustainability. The four-year research project within the 7th Framework Programme funded by the European Commission was launched in April 2012. The consortium brings together researchers from 34 scientific institutions in 12 European countries and is coordinated by the Austrian Institute of Economic Research (WIFO). The project coordinator is Karl Aiginger, director of WIFO.

For details on WWWforEurope see: www.foreurope.eu

Contact for information

Kristin Smeral

WWWforEurope – Project Management Office

WIFO – Austrian Institute of Economic Research

Arsenal, Objekt 20

1030 Vienna

wwwforeurope-office@wifo.ac.at

T: +43 1 7982601 332

Domenico Rossetti di Valdalbero

DG Research and Innovation

European Commission

Domenico.Rossetti-di-Valdalbero@ec.europa.eu

Partners

	Austrian Institute of Economic Research	WIFO	Austria
	Budapest Institute	Budapest Institute	Hungary
	Nice Sophia Antipolis University	UNS	France
	Ecologic Institute	Ecologic	Germany
	University of Applied Sciences Jena	FH Jena	Germany
	Free University of Bozen/Bolzano	FUB	Italy
	Institute for Financial and Regional Analyses	GEFRA	Germany
	Goethe University Frankfurt	GUF	Germany
	ICLEI - Local Governments for Sustainability	ICLEI	Germany
	Institute of Economic Research Slovak Academy of Sciences	IER SAVBA	Slovakia
	Kiel Institute for the World Economy	IfW	Germany
	Institute of World Economics, RCERS, HAS	KRTK MTA	Hungary
	KU Leuven	KUL	Belgium
	Mendel University in Brno	MUAF	Czech Republic
	Austrian Institute for Regional Studies and Spatial Planning	OIRG	Austria
	Policy Network	policy network	United Kingdom
	Ratio	Ratio	Sweden
	University of Surrey	SURREY	United Kingdom
	Vienna University of Technology	TU WIEN	Austria
	Universitat Autònoma de Barcelona	UAB	Spain
	Humboldt-Universität zu Berlin	UBER	Germany
	University of Economics in Bratislava	UEB	Slovakia
	Hasselt University	UHASSELT	Belgium
	Alpen-Adria-Universität Klagenfurt	UNI-KLU	Austria
	University of Dundee	UNIVDUN	United Kingdom
	Università Politecnica delle Marche	UNIVPM	Italy
	University of Birmingham	UOB	United Kingdom
	University of Pannonia	UP	Hungary
	Utrecht University	UU	Netherlands
	Vienna University of Economics and Business	WU	Austria
	Centre for European Economic Research	ZEW	Germany
	Coventry University	COVUNI	United Kingdom
	Ivory Tower	IVO	Sweden
	Aston University	ASTON	United Kingdom