
Die europäische Schuldenaversion. Schuldengrenze versus Investitionen?

Gunther Tichy

Unter deutscher Führung haben die EU und einige europäische Staaten eine geradezu krankhafte Aversion gegen Schulden entwickelt. Nicht bloß Staatsschulden gelten als grundsätzlich kontraproduktiv, erhebliche Angst besteht auch vor einer Überschuldung der Firmen. Es gab zwar (und gibt z. T. noch immer) Phasen (und Länder¹), die solche Sorgen als verständlich erscheinen lassen. Allerdings haben inzwischen fast alle Staaten ihre Budgetdefizite erheblich reduziert, und die Unternehmen zahlen sogar Schulden zurück. Insofern wäre ein Ende der Schuldendiskussion zu erwarten gewesen. Tatsächlich wird aber die Angst vor Schulden jetzt mit einem zusätzlichen Argument geschürt: dass sie bei einer künftigen Zinssteigerung zu einer untragbaren Zinsenbelastung führen könnten (siehe dazu etwa den deutschen Sachverständigenrat [2017, S. 3f] und die Medienzitate im Kasten).

Die Schuldenaversion in den Medien

„Im EU-Raum wird die private Verschuldung zu einem Riesenproblem ... Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die Bank der Notenbanken, hat dafür sogar Schwellenwerte festgelegt: Wenn private Haushalte eine Verschuldung von 85 Prozent, Unternehmen eine von 90 Prozent überschreiten, leidet das Wirtschaftswachstum. Es werde dann wenig investiert, weil zu viel Geld in die Bedienung der Schulden fließen müsse.“ (R. Göweil, Der unbekannte Schuldenberg, in: Wiener Zeitung 24.4.2015)

„Der Verschuldungsrekord kann allerdings böse Folgen haben. Dem bisherigen Rekordjahr ist die große Finanzkrise 2007 gefolgt.“ (T. Kanning, Unternehmensanleihen 2016. So hohe Schulden wie noch nie, in: FAZ 30.12.2016)

„Im Jahr 2017 haben sich die im Aktienindex Dax notierten Unternehmen mit der gewaltigen Summe von mehr als 611 Milliarden Euro verschuldet. Dabei ist die Finanzdienstleistungsbranche, etwa Banken und Versicherungen, noch nicht eingerechnet.“ (E.-S. Kraus, Deutsche Unternehmen stehen tief in der Kreide, in: Springer Professional 25.7.2017)

„Die Weltwirtschaft steht auf tönernen Füßen: Staaten, Unternehmen und Haushalte haben sich mit 215 Billionen Dollar verschuldet. Das birgt große Risiken. Droht eine neue Wirtschaftskrise?“ (M. Frühauf, Globale Wirtschaft. Schulden in der Welt wachsen gefährlich schnell, in: FAZ 7.4.2017)

„Fueled by low interest rates and strong investor appetite, debt of nonfinan-

cial companies has increased at a rapid clip, to \$ 8.7 trillion, and is equal to more than 45 percent of, according to David Ader, chief macro strategist at Informa Financial Intelligence. ... According to the Federal Reserve, nonfinancial corporate debt outstanding has grown by \$ 1 trillion in two years.“ (The debt time bomb that keeps growing and now equals nearly half of US GDP, CNBC.com, <https://www.cnbc.com/.../the-debt-time-bomb-that-keeps-growing>)

„No one knows when the US credit cycle will keel over. But when it eventually does, the outcome is likely to be unusually nasty, brutish and protracted. The US corporate bond market has been on fire this year, with companies raising a record \$ 1.14 tn of debt. Even junk-rated companies enjoy average.“ (Financial Times 22.12.2017)

„Nur im Krieg waren Schulden höher.“ (Die Presse 20.4.2018)

„Knallt es bald wieder? Zehn Jahre nach der Lehman-Pleite ist das Risiko an den Finanzmärkten erneut gefährlich gestiegen. Dieses Mal sind es allerdings die Unternehmen, die sich hoch verschulden.“ (DIE ZEIT 6.9.2018)

Mit den folgenden Ausführungen soll keineswegs gegen den Abbau rezessionsbedingter Schulden in einer Aufschwungsphase argumentiert werden; er ist das unvermeidliche Korrelat einer antizyklischen Budgetpolitik. Es geht vielmehr um den (keineswegs ersten) Versuch, die Bedeutung und die Rolle von Kapitalbildung und Schulden in der Wohlstandsgesellschaft klarzustellen. Denn die mediale wie auch die wirtschaftspolitische Argumentation schätzt die Folgen eines generellen Schuldenabbaus nach wie vor falsch ein. Erstens gilt es bewusst zu machen, dass die Summe aller Schulden trivialarithmetisch immer der Summe der Ersparnisse entsprechen muss.² Wenn die Haushalte sparen – und sie tun das in Europa in erstaunlichem Maße –, muss sich irgendwer verschulden: die Firmen, der Staat oder das Ausland. Der Versuch eines generellen Schuldenabbaus muss scheitern, wenn die Sparer (oder indirekt die Banken) die zurückgezahlten Beträge nicht ausgeben, sondern wieder anlegen. Ein *genereller* Schuldenabbau kann bloß dann gelingen, wenn weniger gespart, d. h. zusätzlich konsumiert oder investiert wird. Daraus folgt zweitens, dass immer dann, wenn die Haushaltsersparnisse die Investitionsbedürfnisse der Firmen übersteigen – eine für die Wohlstandsgesellschaft nicht untypische Situation –, der Staat als „*debtor of last resort*“ einspringen muss, um einen rezessiven Prozess zu vermeiden. Drittens wird gezeigt, dass das Ausmaß der Schulden – und die Belastung durch Zinsen – erheblich überschätzt wird, wenn – wie üblich – die den Schulden gegenüberstehenden Finanzaktiva (Guthaben) vernachlässigt werden. Viertens schließlich kann das Niveau der Schulden bloß dann richtig analysiert werden, wenn die Verwendung der aufgenommenen Mittel mit einbezogen wird: Fließen die Mittel in den Konsum oder in die Finanzierung von Sach- oder Finanzkapital? Und: Sind die Erträge der mit der Verschuldung finanzierten Aktiva höher als Schuldzinsen?

Ein wenig Saldenmechanik

Für die Volkswirtschaft als Ganzes, für ihre Sektoren wie auch für jeden einzelnen Bürger gilt, dass die Differenz von Einnahmen und (Gesamt-)Ausgaben identisch mit dem jeweiligen (Netto-)Sparen (Finanzierungssaldo) sein muss. Dieser wiederum entspricht zwangsläufig dem Zuwachs an Finanzanlagen abzüglich der zusätzlichen Verschuldung. Dabei ist zu beachten, dass die (Gesamt-)Ausgaben in der Finanzierungsrechnung nicht bloß die laufenden Ausgaben, sondern auch diejenigen für Anschaffungen (Investitionen, dauerhafte Güter) enthalten. „Sparen“ beschränkt sich in der Finanzierungsrechnung somit auf das finanzielle Sparen. In diesem Sinn haben die Haushalte in der Regel Ausgabenüberschüsse (finanzielle Netto-Ersparnisse = positive Finanzierungssalden) und die Firmen als Folge der (teilweisen) Außenfinanzierung ihrer Investitionen Ausgabende-fizite (Netto-Verschuldung). Öffentliche Hand und Ausland können sowohl positive wie negative Finanzierungssalden aufweisen. Anders als für den Einzelnen muss der Finanzierungssaldo für die gesamte Volkswirtschaft (also die Summe der Sektorsalden einschließlich Ausland) null sein. Wichtig ist zu beachten, dass es sich dabei um trivial-arithmetische Beziehungen handelt, die (*ex post*) zwangsläufig gelten. Das bedeutet jedoch keineswegs, dass die jeweiligen Spar- und Verschuldungspläne der Akteure übereinstimmen (müssen) – sie stimmen üblicherweise nicht überein! Die Relevanz der folgenden Überlegungen liegt in der Klarlegung der (vielfach übersehenen) Mechanismen, welche die divergierenden Pläne der Akteure letztlich – freiwillig oder gezwungenermaßen – zu der unvermeidlichen trivial-arithmetischen Konsistenz bringen.

Zur Terminologie

Nicht bloß die Alltagssprache bezeichnet mit „Schulden“ vielfach sowohl die Aufnahme von Schulden (eine Stromgröße) als auch das Niveau der Verschuldung (eine Bestandsgröße). Ebenso kann „Sparen“ den jährlichen Konsumverzicht (Strom) als auch den Bestand an Ersparnissen bezeichnen. Weiters wird mit „Sparen“ sowohl die Bildung von Finanz- als auch von Realvermögen bezeichnet. Schließlich ist bei allen Aggregaten zwischen Brutto- und Nettogrößen zu unterscheiden, wobei „netto“ jeweils abzüglich Schulden bedeutet. Daraus ergibt sich die in dieser Arbeit verwendete Terminologie:

Jährliche Ströme	Bestände
Einnahmen	–
– Ausgaben (laufende + Investitionen)	–
= Finanzierungssaldo	
– (fin. Netto-Sparen/-verschuldung)	<u>Netto-Finanzvermögen</u>
Δ (Brutto-)Forderungen	Brutto-Finanzvermögen
– Δ Verbindlichkeiten (Verschuldung)	– Schuldenniveau

Die Zusammenführung der Kapitalkonten der traditionellen VGR mit den Finanzierungskonten ist nicht ohne Probleme, die sich in statistischen Differenzen niederschlagen. Sie sind beim Sektor Haushalte gering, beim Sektor Ausland deutlich höher. Überdies zeigen die Finanzierungskonten erheblich stärkere Schwankungen. Wenn nicht anders vermerkt, werden im Folgenden, der Zielsetzung der Arbeit entsprechend, die Daten der finanziellen Sektorkonten verwendet.

Netto-Sparen/-verschuldung

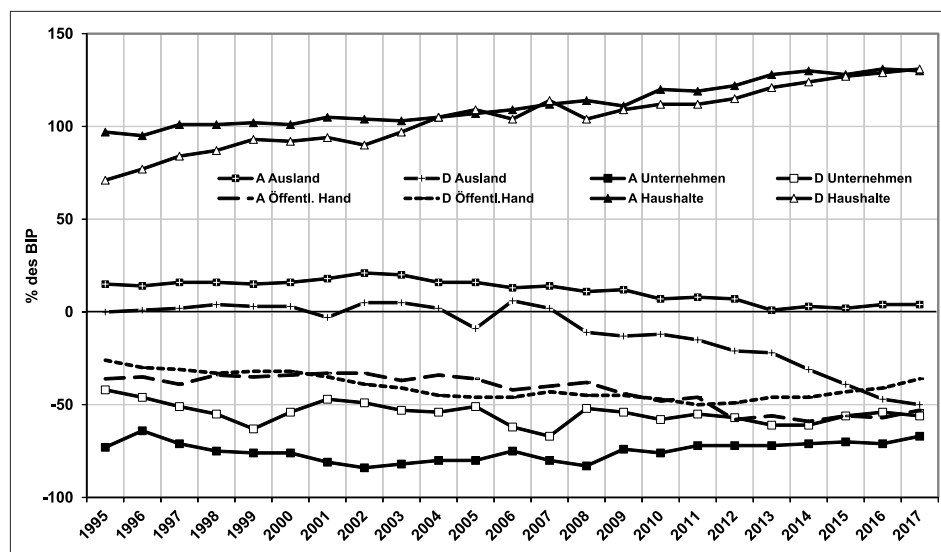
	Unternehmen	Haushalte	Staat	Ausland	Unternehmen	Haushalte	Staat	Ausland
	Korrelation Finanzierungs-/Kapitalkonto				Varianz Finanzierungs-/Kapitalkonto			
Deutschland	0,80	1	0,87	0,68	8,8/6,0	1,2/1,2	5,6/5,3	15,6/11,6
Österreich	0,80	0,99	0,94	0,84	8,2/3,8	1,7/1,6	2,7/2,1	6,3/5,3

Als besonders ausgeprägtes Beispiel inkonsistenter Planungen kann die Situation in Deutschland dienen³ – Österreich und die Eurozone unterscheiden sich diesbezüglich allerdings bloß im Ausmaß: Die Haushalte wollen sparen und realisieren ihre Pläne i. d. R. auch, die Unternehmen und die öffentliche Hand („Nulldefizit“) wollen sich nicht weiter verschulden, der Staat zwingt sich sogar, Schulden abzubauen.⁴ Nach klassischer Überlegung müsste der Zinssatz in einer solchen Konstellation solange und soweit sinken, bis die Haushalte ihre Spartätigkeit reduzieren (ihre Ausgaben steigern) und/oder die Unternehmen die niedrigen Zinsen für Investitionen nutzen. (Massiv) sinkendes Zinsniveau und – zumindest in Österreich – (etwas) niedrigeres Haushaltssparen waren in den letzten Jahren auch tatsächlich zu beobachten. Die Investitionen haben auf die niedrigen Zinsen allerdings kaum reagiert. Die Anpassung der Pläne über den Zinssatz erfolgte somit, wenn überhaupt, unzureichend – die Zinselastizität ist viel zu niedrig. Sparen und Investieren folgen überwiegend anderen Bestimmungsgründen, wie etwa Zukunftserwartungen (Verunsicherung) oder Kapazitätsauslastung. Die Anpassung der inkonsistenten Pläne erfolgte daher vor allem durch das Ausland, das sich, besonders ausgeprägt in Deutschland, tendenziell aber auch in Österreich wie in der Eurozone, zunehmend verschuldete. Mit anderen Worten: Das Ausland war gezwungen, mehr aus Deutschland zu importieren, als dorthin zu exportieren. Deutschland (wie die Eurozone insgesamt) hatte einen zunehmenden Leistungsbilanzüberschuss. Die gegenwärtige Konjunkturlage scheint an dieser Grundkonstellation nichts Wesentliches zu ändern: Die prognostizierten Wachstumsraten lassen keinen Investitionsbedarf erwarten, der so stark wäre, dass er die wohlstandsbedingten Ersparnisse aufsaugen könnte.

Die (ungeplante, von Exportnationen im Weg von Leistungsbilanzüberschüssen erzwungene, deutsche) Lösung des Abschiebens des nationa-

len Ersparnisüberschusses in das Ausland ist aus verschiedenen Gründen suboptimal: Zunächst, weil sie gegenüber dem Ausland unfair ist. Dort ergibt sich zwangsläufig das Problem anhaltender Leistungsbilanzdefizite einschließlich der damit verbundenen Beschäftigungs- und Finanzierungsprobleme.⁵ Im Inland hingegen besteht die Gefahr einer Rezession, wenn das Abschieben ins Ausland nicht gelingt und die Sparpläne die geplante Nachfrage nach Finanzmitteln übersteigen. In diesem Fall wird vor allem der Staat ungeplante Einnahmenschwünge und damit einen negativen Finanzierungssaldo (zusätzliche Verschuldung) erleiden. Vor allem aber ist der Versuch, die Lösung auf das Ausland abzuschieben, nicht nachhaltig: Früher oder später muss es zu einer Aufwertung der Inlandswährung (des Euro) kommen, wodurch die Ersparnisse (real) entwertet werden; die Sparer würden also – mehr als durch die viel diskutierte niedrigen Zinsen – durch inflationsbedingte Vermögensverluste geschädigt.

Abbildung 1: Netto-Finanzvermögen der Sektoren

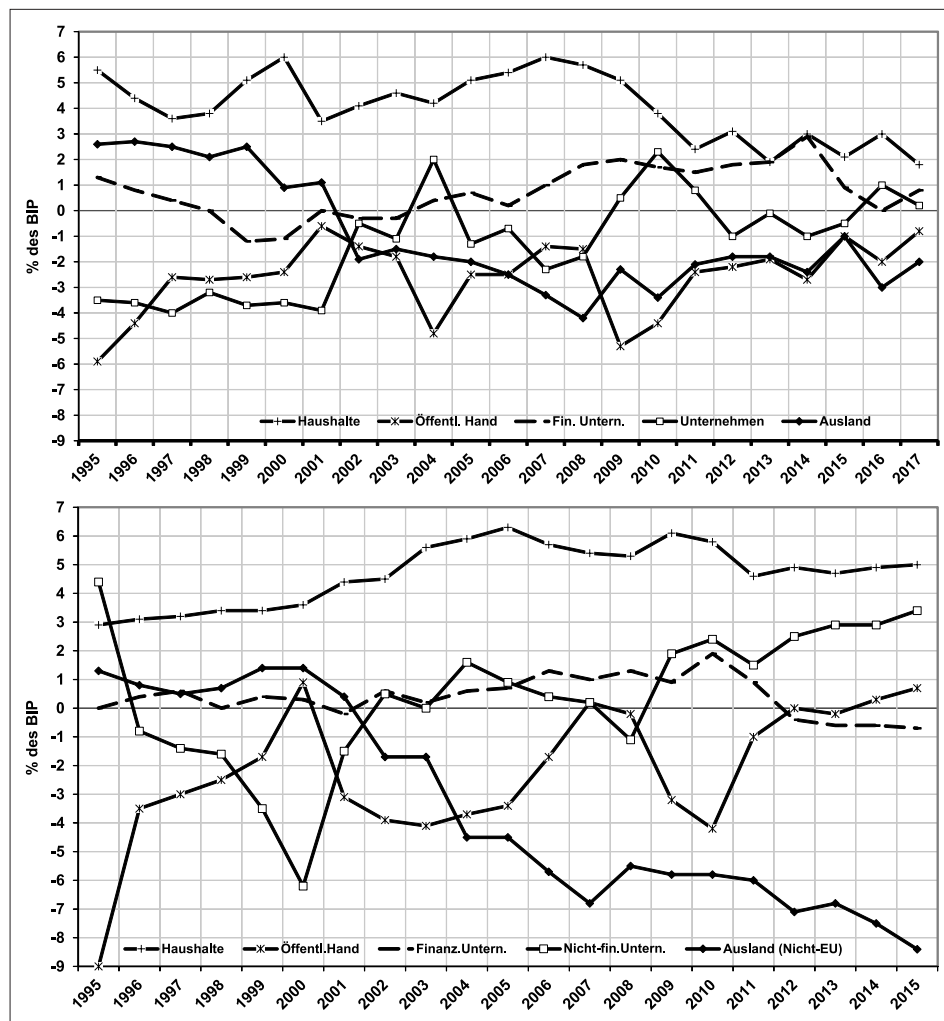


Quelle: Eurostat Sector accounts (BF.90).

Die Wirtschaftspolitik wäre daher wohl beraten, potenzielle Inkonsistenzen der Spar- und Investitionspläne zu berücksichtigen: Es muss zu den oben erwähnten negativen Folgen führen, wenn die Regierung den Abbau von Staatsschulden plant, ohne zu überlegen, wie kompensierend schuldenfinanzierte Investitionen der Firmen angeregt oder das Sparen der Haushalte reduziert werden kann. Je rigoroser die einzelnen Akteure ihre divergierenden Pläne durchzusetzen versuchen, je ausgeprägter die jeweiligen Konventionen, Verhaltensweisen und Strategien sind, desto problematischer wird der Anpassungsprozess. Der Vergleich von Österreich

und Deutschland zeigt das deutlich: Elastischere Verhaltensweisen führten in Österreich dazu, dass Unternehmen und Staat mehr oder weniger freiwillig bereit waren, die Haushaltsersparnisse aufzunehmen (Abbildung 1). In Deutschland war das nicht der Fall: Infolge der Sparpolitik blieb rund

Abbildung 2: Netto-Sparen(-Verschuldung) der Sektoren in Österreich (oben) und Deutschland (unten)



Quelle: Eurostat Sector accounts (capital acc. B.9).

ein Drittel der Haushaltsersparnisse ungenutzt und erzwang eine Verschuldung des Auslands im Weg von Leistungsbilanzüberschüssen. Maßgebend dafür war nicht, dass die deutschen Haushalte mehr sparten als die österreichischen – das Netto-Finanzvermögen der Haushalte machte

in beiden Fällen zuletzt (2015) etwa 130% des BIP aus. Vielmehr war das Netto-Schuldenniveau von Unternehmen (Deutschland 56%, Österreich 67%) und Staat (36%/53%) in Deutschland jeweils erheblich niedriger.

Tabelle 1: Netto-Finanzvermögen 2015 der Sektoren in Österreich und Deutschland (in Mrd. €)

	Haushalte	Unternehmen	Öffentl. Hand	Ausland	Fin. Untern.	Stat. Diff.
Österreich	440	-250	-194	-3	15	-8
Deutschland	3.865	-1.696	-1.296	-1.182	414	-105

Quelle: Eurostat Sector accounts BF.9.

Nicht bloß das Niveau des Finanzvermögens (Ersparnis minus Verschuldung) ist in Österreich und Deutschland unterschiedlich, sondern auch die Entwicklung im Zeitverlauf. Abbildung 2, die auf Daten der Kapitalkonten basiert,⁶ zeigt im unteren Teil, dass die deutschen Unternehmen ihre Verschuldung seit 2008 und der Staat seit 2014 deutlich abgebaut haben. In Österreich hingegen (Abbildung 2, oberer Teil) bauten die Unternehmen bloß 2004 und 2009/11 und 2016 Schulden ab. Sie nahmen, wie der Staat, auch in den letzten Jahren in bescheidenem Maß (Netto-) Fremdmittel auf. Das jährliche Sparniveau der deutschen Haushalte hielt sich auf dem hohen Niveau von etwa 5% des BIP, wogegen es in Österreich auf etwa 2% sank. Anhaltend hohe Spartätigkeit bei gleichzeitigem Schuldenabbau von Unternehmen und Staat bedeutete für Deutschland zwangsläufig einen erheblichen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis, die sich in der rapide ansteigenden Verschuldung des Auslands niederschlug. In Österreich war die Entwicklung viel ausgeglichener.

Haushaltssparen übersteigt den Investitionsbedarf

Die gesamtwirtschaftliche Relevanz des Sparens, also eines (temporären?) Konsumverzichts der Haushalte, liegt in der Finanzierung der Investitionen, die rascheres Wachstum und damit höheren Konsum in der Zukunft ermöglichen. Tatsächlich war jedoch das Netto-Sparvolumen der privaten Haushalte zumindest in der Untersuchungsperiode um etwa ein Viertel (Österreich) bis zwei Fünftel (Deutschland) höher als die Netto-Verschuldung der Unternehmen, das Brutto-Sparvolumen um jeweils ein Viertel; die Firmen benötigten somit bestenfalls drei Viertel der Ersparnisse der Haushalte (Übersicht 2). Saldenmechanisch (*ex post*) ist offensichtlich, dass die beiden anderen Sektoren – Staat bzw. Ausland – in einer solchen Konstellation die „überschüssigen“ Ersparnisse aufnehmen, d. h. sich in genau diesem Ausmaß verschulden müssen. Grundsätzlich sollte,

wie erwähnt, der Sparüberschuss die Zinssätze drücken – was er auch getan hat⁸ – und in der Folge zu geringerem Sparen und/oder höheren Investitionen führen.

Tabelle 2: Finanzvermögen von Haushalten und Unternehmen in Österreich und Deutschland (in Mrd. €)

	1995	2008	2017	1996	2008	2017
	Haushalte			Unternehmen		
Österreich						
Finanzanlagen	253	473	668	100	320	534
Brutto-Schulden	74	155	189	221	532	808
Netto-Finanzvermögen	178	319	479	-121	-212	-275
Deutschland						
Finanzanlagen	2.555	4.206	6.046	1.722	2.928	4.350
Brutto-Schulden	1.157	1.533	1.744	2.559	4.263	6.174
Netto-Finanzvermögen	1.398	2.673	4.302	-837	-1.336	-18.246

Quelle: Eurostat Sector accounts BF.90, AF; Rundungsdifferenzen.

In Österreich hat das Haushaltsparen tatsächlich reagiert (Abbildung 2 oben), wenn auch wohl eher als Folge der bescheidenen Lohnsteigerungen: Die Sparquote sank im Gefolge der Finanzkrise um ein Drittel (Tabelle 3), und der Konsum wuchs etwas rascher als in Deutschland. Die Unternehmen nutzen die niedrigen Zinssätze allerdings auch hier nicht zu stärkerer Fremdfinanzierung. In Deutschland fehlte jede derartige Reaktion: Die Haushalte sparten ungeachtet der niedrigen Zinsen unvermindert weiter – die Sparquote lag zuletzt um 4 Prozentpunkte höher als in Österreich –, und der reale Konsum war noch 2015 nicht höher als 2008. Unternehmen und Staat entschuldeten sich sogar – dementsprechend die erwähnte Reaktion der Leistungsbilanz. Die Ursachen der mangelnden Reaktion der deutschen Sparer auf die gerade dort besonders heftig ange-

Tabelle 3: Spar- und Investitionsquote der Haushalte in Österreich und Deutschland (in % des BIP)

	1995	2008	2016	1995	2008	2016
	Sparquote			Investitionsquote		
Österreich	19,4	17,2	13,4	11,2	8,6	8,3
Deutschland	16,7	17,1	17,1	12,7	8,9	9,4

Quelle: Eurostat sector accounts: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Sector_accounts (abgerufen 16.1.2019).

Sparquote: *Gross saving/gross disposable income*.

Investitionsquote: *Gross fixed capital formation/gross disposable income*.

griffenen Niedrigzinsen bedürfen noch genauerer Untersuchungen. Die Umfragen des Eurobarometer deuten auf Vorsorgesparen infolge persönlicher Verunsicherung:⁹ Obwohl sich die Deutschen in den meisten Antworten als optimistischer erweisen als die Österreicher,¹⁰ schätzen sie ihre jeweilige persönliche, berufliche wie wirtschaftliche Lage schlechter ein, und ihr Vertrauen in Rechtssystem und Verwaltung ist (etwas) geringer.¹¹

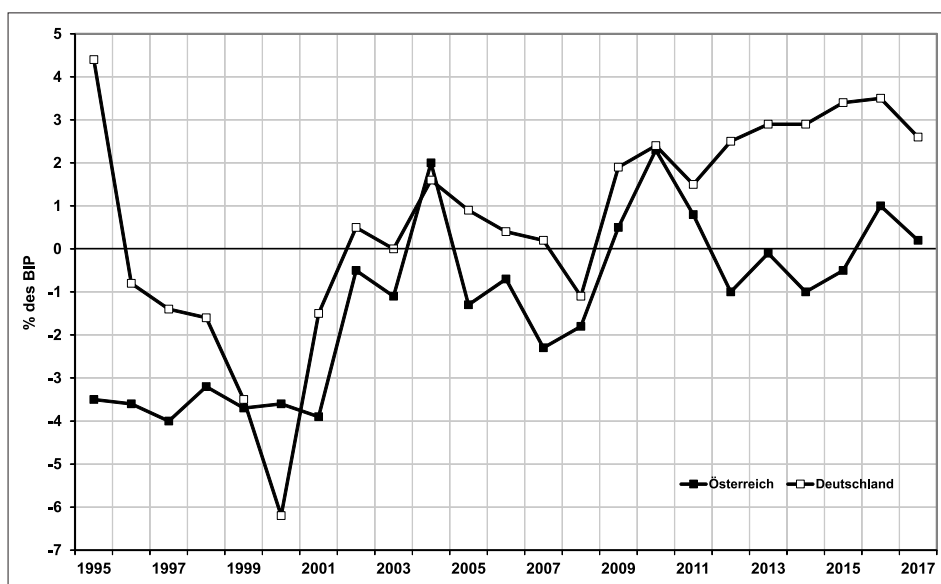
Zur saldenmechanischen Problematik der Sparüberschüsse trägt auch die geringe Verschuldung der Haushalte bei. Anders als in den Medien kolportiert (siehe Kasten in Abschnitt 1),¹² sind die österreichischen wie auch die deutschen Haushalte im internationalen Vergleich wenig verschuldet.¹³ Ihre Schulden machen bloß etwa zwei Fünftel ihrer Ersparnisse aus, und es stehen ihnen zumeist reale Werte (vor allem Eigenheime) gegenüber. Zwei Drittel der Haushalte sind völlig schuldenfrei.¹⁴ Allerdings sind Schulden wie (finanzielle) Ersparnisse recht schief verteilt – Sparen ist stark einkommensabhängig.¹⁵ Beim „ärmsten“ Zehntel der Bevölkerung übersteigen die Schulden die geringen (finanziellen) Ersparnisse (negatives Netto-Vermögen). Fast ein Viertel der privaten Haushalte spart überhaupt nicht.¹⁶ Die Sparquoten jener, die sparen, liegen zwischen 2% und über 50% der jeweiligen Haushalts-Nettoeinkommen. Sie steigen mit dem Einkommen stark an, variieren aber erheblich: Das Dezil mit dem höchsten Einkommen weist eine Sparquote von über 30% des Nettoeinkommens auf, doch auch bei den mittleren 40% der Haushalte (3.-7. Dezil) variiert sie zwischen 4% und 15%.

Unternehmen: Schuldenabbau als Folge der Investitionsschwäche?

Stärker noch als durch die hohen Haushaltsersparnisse wird die gegenwärtige Entwicklung durch das Verhalten der Unternehmungen geprägt. Die europäischen¹⁷ (nicht-finanziellen) Kapitalgesellschaften bauten in den letzten Jahren Schulden ab (zuvor verschuldeten sie sich laufend, um ihre Investitionen zu finanzieren). In der Eurozone wie in Deutschland zeigt sich diese Tendenz seit 2009 (Abbildung 3). In Österreich zahlten die Unternehmungen zwar in den Jahren 2004, 2009-2011 und 2016/17 Kredite zurück, 2012-2014 nahmen sie jedoch in geringem Maß Kredite auf. Die Ursachen dieser neuen Tendenz zur Entschuldung sind wenig klar. Dass die Zinsenbelastung oder die Höhe der Verschuldung für die Tilgungen maßgebend waren, ist wenig wahrscheinlich: Die Zinssätze waren nie so niedrig, und die Brutto-Verschuldung ist vor allem deswegen gestiegen, weil die Firmen Finanzanlagen getätigt haben: Zwischen 1995 und 2017 haben die Brutto-Finanzanlagen der deutschen Unternehmen von 87%

auf 133%, die der österreichischen von 51% auf 145% zugenommen. Ihr Brutto-Schuldenniveau ist daher in Deutschland von 129% des BIP auf 187% und in Österreich von 107% auf 218% gestiegen. Die Netto-Verschuldung (negatives Netto-Finanzvermögen) der Unternehmen ist in den zwei Jahrzehnten demgemäß hingegen bloß mäßig gestiegen – von 42% des BIP auf 56% in Deutschland, von 56% auf 74% in Österreich (Tabelle 4).

Abbildung 3: Netto-Verschuldung der (nicht-finanziellen) Unternehmen in Österreich und Deutschland



Quelle: Eurostat sector accounts.

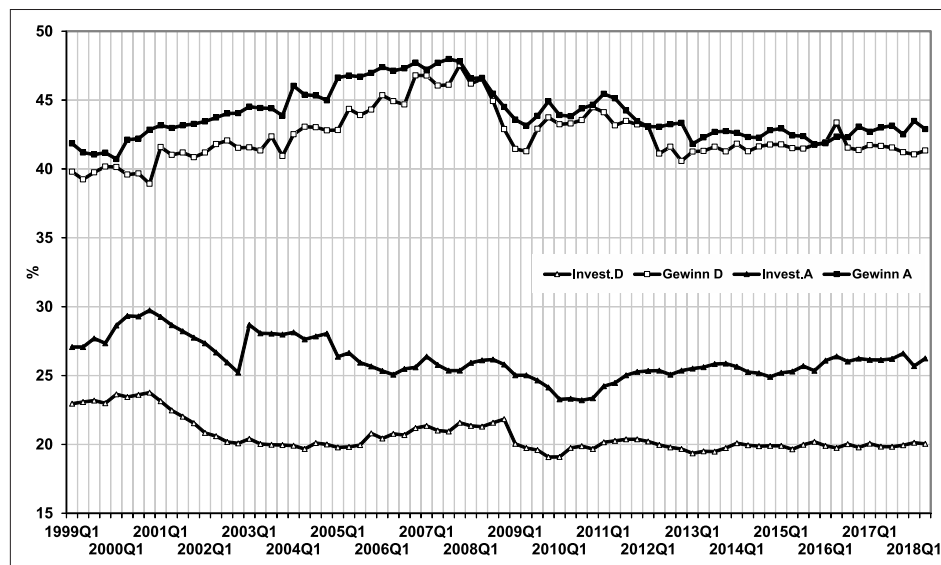
Tabelle 4: Verschuldung der Unternehmen in Österreich und Deutschland (in % des BIP)

	1995	2008	2017	1995	2008	2017
	Österreich			Deutschland		
Brutto-Schulden	107	192	219	129	173	187
Finanzanlagen	51	109	145	87	114	133
Schuldenniveau (netto)	-56	-83	-74	-42	-59	-56

In den USA, wo sich das Phänomen der Entschuldung vor allem in Aktienrückkäufen der Firmen äußert,¹⁸ führt es Gordon (2016) auf die hohen Gewinnspannen der Oligopolisten, auf die Nutzung niedriger Löhne im Weg des *offshoring* sowie auf das *Governance*-Problem mächtiger Mana-

ger (*CEO buy backs*) zurück, die auf diese Weise den Einfluss der Aktionäre zurückdrängen und ihre eigene Machtposition ausbauen. In Europa wird Angst vor Überschuldung als Ursache propagiert (siehe Kasten in Abschnitt 1). Niveau und Zunahme der Unternehmensverschuldung sprechen allerdings nicht dafür. Eher deutet die Schuldentilgung der Unternehmen und die Umschichtung von Real- zu Finanzinvestitionen auf Investitionsmüdigkeit. Das überrascht insofern, als das Altern der Bevölkerung und der vielbeklagte Fachkräftemangel eine zunehmende Kapitalintensität nahelegen würden. Die Investitionsquote sank jedoch in Österreich wie in Deutschland seit der Jahrtausendwende, obwohl die Gewinnquoten bis zur Finanzkrise markant anstiegen sind und kontinuierlich über den Investitionsquoten lagen (Abbildung 4).¹⁹ Erst zuletzt haben sie wieder leicht angezogen.²⁰ Insofern entspricht die gegenwärtige Entwicklung nicht den Charakteristika einer Ersparnisschwemme (*savings glut*), sondern denen eines, vor allem in Deutschland besonders ausgeprägten, Investitionsmangels (*investment shortfall*): Obwohl die Gewinne der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften kaum niedriger waren als in Österreich, lagen die Investitionen der deutschen um ein Viertel darunter. Die deutsche Investitionsschwäche betraf vor allem die materiellen (tangible) Investitionen, die immateriellen entwickelten sich bloß wenig schwächer als in Österreich.²¹

Abbildung 4: Investitions- und Gewinnquote der nicht-finanziellen Unternehmen in Österreich und Deutschland



Quelle: Eurostat sector accounts.

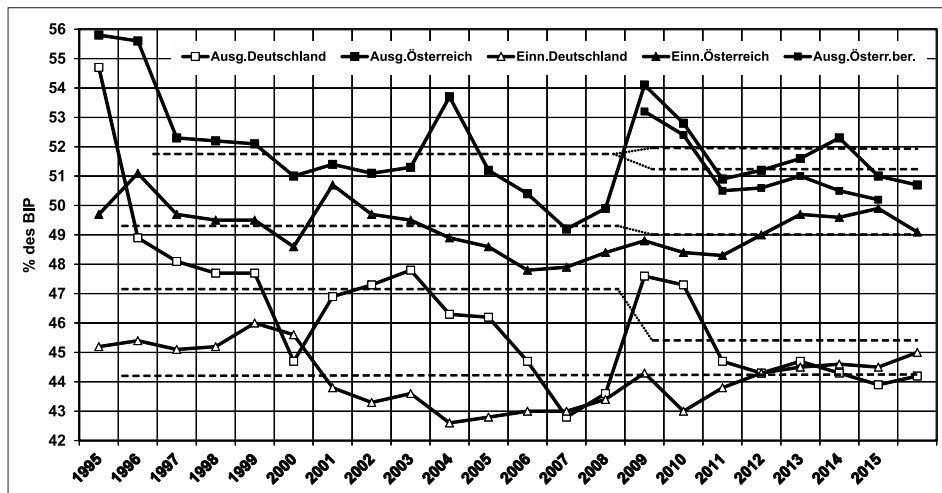
Gewinnquote: *Net operating surplus/Net value added*; Investitionsquote: $P51/B1G \cdot 100$.

Angesichts der langen Investitionsschwäche verwundert es nicht, dass der gegenwärtige Aufschwung in Deutschland so rasch an Kapazitätsgrenzen stieß.²² Als Ursache der Investitionsschwäche diagnostiziert der Rat (2017, S. 15) ohne weitere Begründung, dass das „Investitionsklima nicht attraktiv genug“ wäre. Die Gewinnquote, die seit 2009 stabil deutlich über dem Vorkrisenniveau liegt (Abbildung 4), spricht jedoch gegen eine solche Erklärung. Andererseits glauben drei Viertel der Deutschen, angesichts der guten Gewinnlage überraschend, dass es mehr öffentlicher Mittel bedürfe, um die Investitionen im Privatsektor anzukurbeln. In Österreich glauben das bloß zwei Drittel.²³

Öffentliche Hand: Schuldenbremse beeinträchtigt Infrastruktur

Die Verschuldung der öffentlichen Hand ist in der Untersuchungsperiode (1995-2015) in Österreich wie in Deutschland gestiegen, allerdings mit unterschiedlicher Dynamik: Zwar nahm die Netto-Verschuldung des Gesamtstaats bis zur Finanzkrise in Deutschland und Österreich etwa gleich rasch zu und lag 2007 mit 45% des Brutto-Inlandsprodukts in Deutschland geringfügig höher als in Österreich (43%). In der auf die Finanzkrise folgenden Rezession sank die Netto-Schuldenquote in Deutschland jedoch (prozyklisch) auf 43% (2015), wogegen sie in Österreich (ungeplant) auf 56% anstieg (Abbildung 5). Dahinter stand eine unterschiedliche Haus-

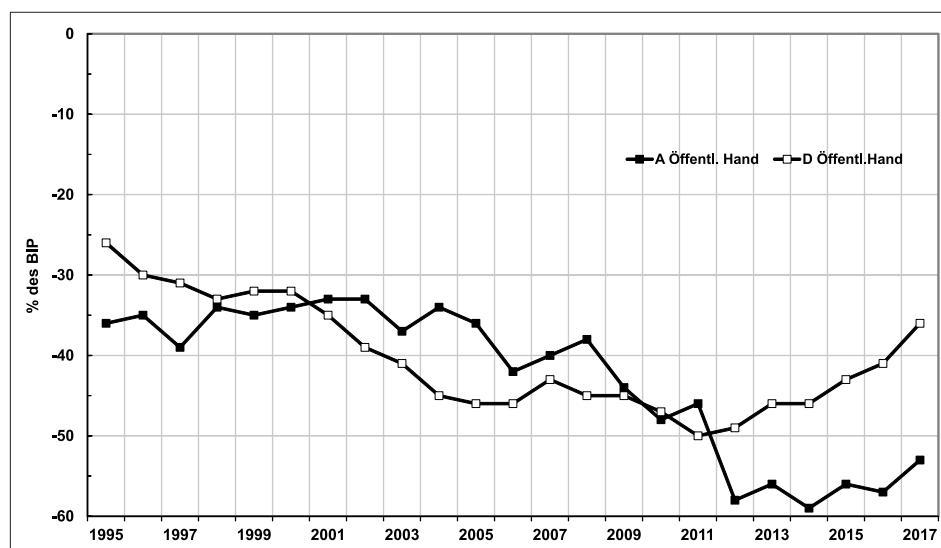
Abbildung 5: Einnahmen und Ausgaben des Staats in Österreich und Deutschland



Quelle: Eurostat general government.

haltdynamik: Deutschland senkte bei konstanter Einnahmenquote (44,1%) die Staatsausgabenquote von 47,0% (1995-2008) auf 45,3% (2009-2015). Österreich senkte hingegen die Einnahmenquote minimal (von 49,3% auf 49,1%), ließ aber die Ausgabenquote leicht ansteigen (von 51,9% auf 52,0%; siehe Abbildung 6). Von der Ausweitung der Gesamtausgaben von 23,2 Mrd. € zwischen 2009 und 2015 entfielen in Österreich allerdings 35,8 Mrd. € auf die Bankensanierung,²⁴ was die um diese Transaktionen bereinigte Ausgabenquote um 0,8 Prozentpunkte senkte: Den Sanierungsausgaben stehen somit grundsätzlich, wenigstens zum Teil, Aktiva mit allerdings unbestimmbar Zukunftswert gegenüber.²⁵

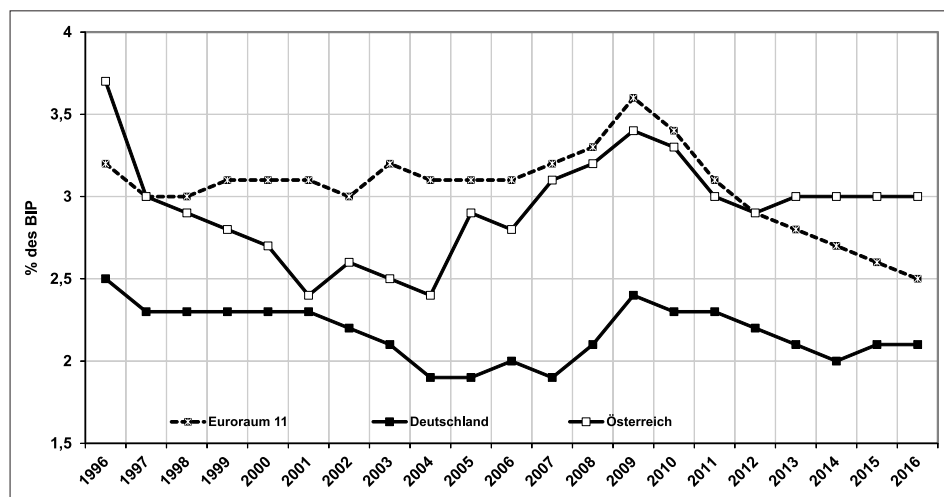
Abbildung 6: Netto-Finanzvermögen des Staats in Österreich und Deutschland



Quelle: Eurostat sector accounts BF.90

Die geringere und tendenziell sinkende Staatsquote drückte in Deutschland die öffentlichen Investitionen: Sie sanken von 2,1% des BIP (1995) auf 1,9% (2007), stiegen 2007/08 antizyklisch auf 2,4% und wurden nach der Einführung der Schuldengrenze (2009)²⁶ wieder auf 2,1% des BIP zurückgeführt (Abbildung 7). Demzufolge ist die Investitionsquote des deutschen Staats, im Vergleich nicht bloß mit Österreich, sondern auch mit dem Euroraum, außerordentlich niedrig. Die öffentlichen Investitionen erreichen nicht einmal den Wert der Abschreibungen, sind netto also negativ.²⁷ Die Schuldenaversion und die daraus resultierende Schuldengrenze verminderten den Aktionsspielraum der Politik. Unter der drastischen Reduzierung der Gesamt- wie der Investitionsausgaben der öffentlichen Hand litt und leidet vor allem die Infrastruktur:

Abbildung 7: Investitionen des Staats in Österreich, Deutschland und dem Euroraum



Quelle: Eurostat COFOG government 10a exp.

„Der Handlungsbedarf ist nach wie vor signifikant“, sagte der Vorsitzende des von der Regierung berufenen Gremiums, der Chef des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) Marcel Fratzscher am Montag. ‚Deutschland lebt nach wie vor von der Substanz‘, beklagte Fratzscher. Die Investitionsschwäche dauere an. So sei allein bei den Kommunen ein Investitionsstau von 140 Milliarden Euro aufgelaufen. Angesichts dessen sollte der Großteil der staatlichen Etatüberschüsse – das DIW rechnet aktuell mit über 20 Milliarden Euro im Jahr – für Investitionen verwendet werden, forderten die Experten.“ (Handelsblatt 12.12.2016)

Die Schuldenbremse sollte durch eine Investitionsregel ergänzt werden, damit mehr Geld in Infrastruktur, aber auch in Bildung investiert wird.

In Österreich ist die Quote der öffentlichen Investitionen zwar bis 2001 auf 2,1% gesunken, danach prozyklisch auf 3,4% (2009) gestiegen und hat sich seither bei 3% stabilisiert. Problematisch hierzulande sind nicht zu geringe Investitionsausgaben, sondern die unzureichende Effizienz der Staatstätigkeit,²⁸ die eine relativ hohe Staatsquote bedingt.

Sparüberschüsse als Merkmal wohlhabender Gesellschaften?

Schulden werden von Öffentlichkeit, Medien und Politik zumeist als problematisch und gefährlich angesehen, besonders kritisch jedoch seit der Finanzkrise. Das Idealbild der „schwäbischen Hausfrau“ wird unbedacht und irreführend auf die Volkswirtschaft übertragen: Sparen sei der Schlüs-

sel zum Wohlstand.²⁹ Nicht bloß Schuldenfreiheit, sogar Netto-Ersparnisse werden nicht bloß für die privaten Haushalte, sondern auch für den Staat empfohlen. Die gegenwärtigen Schuldenniveaus wären viel zu hoch, langfristig gefährlich und unfair gegenüber künftigen Generationen.

Gefährlich sind allerdings nicht so sehr die Schulden, als die uninformierte, von Emotionen getragene Schuldendiskussion. Sie übersieht zumindest vier zentrale Aspekte: Erstens die schon erwähnte saldenmechanische Trivialarithmetik, derzufolge in der Volkswirtschaft, anders als beim Einzelnen, die Summe der Schulden immer der Summe der Ersparnisse entsprechen muss. Sparen die privaten Haushalte, muss sich irgendwer im gleichen Ausmaß verschulden, Unternehmen, Staat oder Ausland. Zweitens ignoriert die Diskussion, dass die Verschuldung des Auslands (anhaltende Exportüberschüsse) langfristig viel problematischer ist als die des Staates: Wenn es nicht schon zuvor zu Abwehrmaßnahmen der betroffenen Staaten kommt, ist auf längere Sicht eine Aufwertung unvermeidlich,³⁰ die die Ersparnisse der Haushalte entwertet. Drittens gibt es in den meisten europäischen Industriestaaten kaum Indizien für eine überhöhte Verschuldung. Netto sind die Unternehmen im Ausmaß von 74% (Österreich) bzw. 56% (Deutschland) des BIP verschuldet, die öffentliche Hand mit 56% (Österreich) bzw. 43% (Deutschland). Viertens ist die Angst vor steigenden Zinsen ungerechtfertigt: Die Zinsen werden erst dann – und nur dann – steigen, wenn der gesamtwirtschaftliche Sparüberschuss verschwindet oder jedenfalls deutlich schrumpft – abgesehen davon, dass das auf absehbare Zeit äußerst unwahrscheinlich ist, hat sich dann das Problem der saldenmechanisch erforderlichen zusätzlichen Verschuldung von Staat oder Ausland von selbst gelöst.

Wenn es ein Schuldenproblem gibt, dann seitens der Finanzbranche. Die straffere Regulierung hat die Dynamik vor allem der Unternehmensfinanzierung von den Banken zu weniger regulierten und vielfach undurchsichtigen „*asset management companies*“ und „*private equity firms*“ verschoben, was die Qualität der Anleihen erheblich reduziert hat.³¹ Aber auch die traditionellen Banken sind in der gegenwärtigen Phase der Überliquidität – wie vor der Finanzkrise – allzu sehr bereit, hochverschuldete Schwellenländern und vor allem Firmen in diesen Ländern zu finanzieren.

Natürlich stellt sich die Frage, ob der gegenwärtige Sparüberschuss auch weiterhin anhalten wird. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist relativ groß. Für anhaltend hohe Spartätigkeit der Haushalte sprechen der Wohlstand, die ungleiche Einkommensverteilung und die wohl anhaltende Unsicherheit.³² Das zunehmende Alter der Bevölkerung wirkt dem nicht entgegen, da – anders als in der Lebenszyklusthese³³ – in der Vergangenheit keine Auflösung der Ersparnisse im Alter beobachtet werden konnte.³⁴ Zugleich dürfte der Gewinn für die Finanzierung der Unternehmensinvestitionen auf absehbare Zeit ausreichen: Bei prognostizierten Wachstumsraten um die

2% reicht der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen aus, und überdies verursachen digitale Investitionen weniger Anschaffungs- als laufende Kosten. Weizsäcker (2011a, b) hat ein Anhalten der Sparüberschüsse in entwickelten Volkswirtschaften auch theoretisch abgeleitet.

Wenn aber in einer Wohlstandsgesellschaft mit steigenden Sparüberschüssen gerechnet werden muss, stellt sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit von Schuldengrenzen. Bekanntlich sehen die Maastricht-Regeln eine 60%-Grenze für die Gesamt- und von maximal 3% für die Neuverschuldung der öffentlichen Hand vor. Reinhart und Rogoff (2010; 2012) ebenso wie Cecchetti et al. (2011) halten einen Verschuldungsgrad von Staat und Haushalten von jeweils über 85% des BIP sowie von über 90% der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften für wachstumsmindernd. Abgesehen davon, dass die Werte der dafür relevanten Netto-Verschuldung in Österreich wie in Deutschland ohnedies deutlich darunterliegen, blieben diese Schwellenwerte methodisch wie statistisch nicht unwidersprochen. Die Ableitung enthält statistische Fehler,³⁵ und im Allgemeinen konnte kein wachstumsmindernder Einfluss der Staatsschuld gefunden werden.

„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.“ (Pescatori et al. 2014)

Für den behaupteten Schwellenwert der Verschuldung des Unternehmenssektors fehlt eine entsprechende Diskussion überhaupt. Er scheint jedoch angesichts der Heterogenität des Sektors und in Anlehnung an die Argumente der Staatsschuldendiskussion als undifferenzierter Maßstab noch weniger plausibel. Zudem 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 der Zinssatz.

Hält man sich die trivial-arithmetischen Zusammenhänge der Saldenmechanik vor Augen, erweisen sich Schuldengrenzen in einer Wohlstandsgesellschaft mit hohen Ersparnissen nicht als Lösung, sondern eher als Falle: Die erforderliche Beschränkung der Staatsausgaben kann eine Rezession auslösen, wenn Haushalte und Unternehmen an ihren Ausgabenplänen festhalten. Sofern via steigende Exporte oder sinkende Importe (Leistungsbilanzüberschuss) eine Verschuldung des Auslands erzwungen wird, ist – zumindest auf mittlere Sicht – mit Retaliationsmaßnahmen bzw. einer Aufwertung zu rechnen, welche die im Ausland angelegten Ersparnisse entwertet.

Maßnahmen gegen einen anhaltenden Sparüberschuss versprechen wenig Erfolg und sind vielfach nicht unproblematisch: Das Haushaltssparen durch gleichmäßigere Einkommensverteilung und bessere soziale Absicherung zu verringern, wird durch den steigenden Wohlstand wenigsten

zum Teil kompensiert – Sparen ist eben ein „Luxusgut“. Die Unternehmen zu steigender Verschuldung zu motivieren, ist problematisch, gelingt höchstens in Hochkonjunkturphasen und wirkt dann prozyklisch. Eine höhere Verschuldung der öffentlichen Hand ist hingegen dann unproblematisch, wenn im Weg der Verschuldung Werte geschaffen werden, die finanzielle oder soziale Erträge abwerfen. Insofern kann bei Inkonsistenz der Sparpläne in einer Volkswirtschaft der Staat am ehesten als „*debtor of last resort*“ fungieren. Daraus darf allerdings kein Plädoyer für unbegrenzte Staatsverschuldung abgeleitet werden. Allzuoft wurde die Staatsschuld bedenkenlos-mutwillig ausgeweitet. Vor der Ära der Schuldengrenzen begrenzte man die Ausgabenlust der Politik vielfach durch die sogenannte Goldene Regel: Zusätzliche Verschuldung wurde auf den Wert der zusätzlichen Investitionen beschränkt. Dabei hatte man primär die materiellen Investitionen im Sinn. In unserer Zeit der zunehmenden Bedeutung immaterieller Investitionen wird man den Begriff weiter fassen müssen. Dabei mag es Grenzfälle und Versuche wie Tricks der Grenzüberschreitung geben. Die eventuellen Nachteile wären jedoch erheblich kleiner als die der heute üblichen mechanischen Schuldengrenzen.

Anmerkungen

- ¹ So etwa erscheint die geplante Ausweitung des italienischen Budgetdefizits weniger wegen des relativ hohen Schuldenstands bedenklich, sondern vielmehr, weil sie nicht strukturverbesserenden Investitionen, sondern dem Konsum zugutekommt; siehe dazu Subacci (2018).
- ² Bei der zahlenmäßigen Implementierung kann es natürlich zu statistischen Differenzen kommen.
- ³ Eine noch besseres – allerdings fernliegendes – Beispiel ist China: Seine extrem hohe private Sparneigung zwingt zu steigender Staats- und Auslandsverschuldung (Exportüberschuss).
- ⁴ In der Literatur wird dieses Thema unter den Schlagworten „*savings glut*“ (Bernanke 2007; Bernanke et al. 2011 bzw. Weizsäcker 2011a, b) behandelt. Die gegenwärtige Konstellation entspricht allerdings – wie noch gezeigt wird – eher einem „*investment shortfall*“.
- ⁵ Die neueren protektionistischen Tendenzen – generell, wie im Besonderen die jüngsten Exzesse des amerikanischen Präsidenten – können als Vorboten für entsprechende Reaktionen gewertet werden.
- ⁶ Diese Darstellung wurde gewählt, weil die stärkere Fluktuation der Reihen in den Finanzkonten die Darstellung unübersichtlich gemacht hätte. Die Aussage wird dadurch nicht verändert.
- ⁷ Für den einzelnen Kleinsparer ist der Konsumverzicht zumeist temporär, er spart üblicherweise auf Anschaffungen an. Schon für Großvermögen gilt das nicht, und erst recht nicht für die Gesamtwirtschaft: Wie Abbildung 1 zeigt, nimmt die Summe der Haushaltsersparnisse kontinuierlich zu, sodass der „Konsumverzicht“ im Aggregat dauerhaft ist.
- ⁸ Die öffentliche Diskussion geht davon aus, dass das gegenwärtige „Nullzins“-Niveau Folge der expansiven Politik der Europäischen Zentralbank (*Quantitative Easing*) ist. Das ist bestenfalls beschränkt richtig: Die Geldpolitik mag zum Zinsdruck beigetragen haben; die entscheidende Ursache ist jedoch der (welt- wie EU-weite) Sparüberschuss.

Er wird nicht so rasch verschwinden (Tichy 2019b), und insofern werden die Zinsen wohl für absehbare Zeit niedrig bleiben.

- ⁹ Nach dem News Based Index (www.policyuncertainty.com/media/EPU_BBD_Mar2016.pdf) war die Verunsicherung in Deutschland nach der Finanzkrise (2009-2015) um die Hälfte höher als zuvor (1995-2008).
- ¹⁰ So schätzen die Deutschen etwa die Lage ihrer Wirtschaft als günstiger ein als die Österreicher und sind „mit dem Leben, das sie führen“, zufriedener.
- ¹¹ Andererseits vertrauen sie Parlament, Regierung und Parteien mehr.
- ¹² Ein Beispiel in der Tageszeitung „Kurier“ (11.7.2016): „750.000 Österreicher sind völlig überschuldet. Immer mehr Menschen gehen in den Privatkonkurs, 2015 waren es schon 8851. Viele scheitern an den Bedingungen und leben als U-Boot.“
- ¹³ Europäische Zentralbank (2017).
- ¹⁴ Zum Teil ist das Folge der Wohnsituation: Im internationalen Vergleich wohnen weniger österreichische Haushalte in einem Eigenheim (48%, Wien sogar nur 18%) und die Hypothekarkredite sind zumeist gut abgesichert. In Österreich hat bloß jeder fünfte Haushalt unbesicherte Schulden, in Deutschland hingegen jeder dritte.
- ¹⁵ Altersspezifische Zusammenhänge sind entgegen der Lebenszyklushypothese kaum zu beobachten, sobald für das Einkommen kontrolliert wird. Mehr als die Hälfte spart „für Notsituationen“; vgl. Fessler und Schürz (2017) 21.
- ¹⁶ Fessler und Schürz (2017).
- ¹⁷ Das gilt nicht für die USA und noch weniger für China und die Schwellenländer, in denen die Unternehmensverschuldung stark gestiegen ist und die Qualität der Unternehmensanleihen erheblich abgenommen hat (McKinsey 2018).
- ¹⁸ Die im S&P 500 enthaltenen Firmen haben 2001-2010 eigene Aktien im Wert von etwa 3 Bill. \$ zurückgekauft (Lazonick 2013). In Europa sind Aktienrückkäufe zwar weniger stark verbreitet, doch wird geschätzt, dass die deutschen Kapitalgesellschaften dafür 2018 5,5 Mrd. € ausgeben; im Jahr der Finanzkrise 2008 waren es sogar fast 17 Mrd. € (Breinich-Schilly 2018).
- ¹⁹ Die privaten Investitionen sanken in Österreich sogar noch etwas stärker, da der Staatsanteil an den Investitionen von 2,8% vor der Finanzkrise (1995-2008) auf 3,1% danach (2009-2015) stieg; in Deutschland blieb er mit 2,2% unverändert.
- ²⁰ Tichy (2019a).
- ²¹ Corrado et al. (2016); Thum-Thysen et al. (2017).
- ²² Sachverständigenrat (2017) 120ff.
- ²³ Eurobarometer Herbst 2017, Frage QC2.5.
- ²⁴ Fiskalrat (2016) 5.
- ²⁵ In der Finanzierungsrechnung schlagen sich die Sanierungsausgaben offenbar im Posten „*unquoted shares*“ nieder: Sein Anstieg um 38,7 Mrd. € im Zeitraum 2009-2015 entspricht etwa dem von Fiskalrat (2016, S. 5) angegebenen Netto-Kosten der Banksanierung von 35,8 Mrd. €; in den einzelnen Jahreswerten ist das allerdings nicht unmittelbar nachzuvollziehen. „Vor allem der Zeitpunkt der budgetären Verbuchung von Hilfsmaßnahmen zur Restrukturierung der Bankensysteme gemäß ESVG 2010 kann von den tatsächlichen Zahlungsströmen abweichen.“ (Fiskalrat 2016, S. 1)
- ²⁶ Die Schuldenbremse soll die strukturelle, also nicht konjunkturbedingte, jährliche Nettokreditaufnahme des Bundes mit maximal 0,35% des Bruttoinlandsproduktes begrenzen. Für die Länder wird die Nettokreditaufnahme ganz verboten. Ausnahmen sind bei Naturkatastrophen oder schweren Rezessionen gestattet. Eine Übergangsregelung sieht die erstmalige Anwendung der Neuregelungen für das Haushaltsjahr 2011 vor. Die Einhaltung der 0,35%-Grenze ist für den Bund ab dem Jahr 2016 zwingend vorgesehen, das Verbot der Nettokreditaufnahme der Länder tritt ab dem Jahr 2020 in Kraft.
- ²⁸ Sachverständigenrat (2017) 66.

- ²⁹ Tichy (2017).
- ³⁰ Marx bezeichnete das als „children’s fairy tale“, und in diesem Punkt stimmen ihm alle ernsthaften Volkswirte zu.
- ³¹ Wäre Deutschland nicht Mitglied der Eurozone, hätten seine anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschüsse längst zu einer Aufwertung (der deutschen Währung) führen müssen. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss von etwa 8% des BIP wird jedoch durch Leistungsbilanzdefizite anderer Mitglieder teilweise kompensiert. Insofern profitierte Deutschland davon, dass der geringere Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone von bloß etwa 3% des BIP die Aufwertung des Euro dämpfte.
- ³² McKinsey (2018).
- ³³ Siehe Anmerkung 10.
- ³⁴ Modigliani, Brumberg (1954).
- ³⁵ Jappelli, Modigliani (1998); Fessler, Schürz (2017) 21.
- ³⁶ Herndon et al. (2013).

Literatur

- Bernanke, B. S., Global imbalances: Recent developments and prospects (2007); online: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070>.
- Bernanke, Ben S.; Bertaut, Carol; Pounder DeMarco, Laurie; Kamin, Steven, International capital flows and the returns to safe assets in the United States, 2003-2007 (= Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers 1014, 2011).
- Breinich-Schilly, A., Unternehmen stecken 4,8 Milliarden in Aktienrückkäufe (2018); online: <https://www.springerprofessional.de/kapitalmarkt/unternehmensstrategie/unternehmen-stecken-4-8-milliarden-in-aktienrueckkaeufe/16029810> (abgerufen 7.18.2018).
- Cecchetti, S. G.; Mohanty, M. S.; Zampolli, F., The real effects of debt (= BIS Working Paper Series 352, 2011).
- Corrado, C.; Haskel, J.; Jona-Lasinio, C.; Iommi, M., Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth (European Investment Bank 2016).
- Eurobarometer 88, Die öffentliche Meinung in der Europäischen Union (Herbst 2017).
- EZB, The Household Finance and Consumption Survey Wave 2, Statistical tables (2017).
- Fessler, Pirmin; Schürz, Martin, Zur Verteilung der Sparquoten in Österreich, in: OeNB Monetary Policy & the Economy Q3 (2017) 13-33.
- Fiskalrat, Das „österreichische Bankenpaket“ und die Staatsfinanzen, Information des Büros des Fiskalrates vom 12. Jänner 2016 (Wien 2016).
- Gordon, Robert J., The rise and fall of American growth, in: IMF Finance & Development 53/2 (2016) 33-37.
- Herndon, Thomas; Ash, Michael; Pollin, Robert, Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff (2013); online: <https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/...301.../WP322.pdf>.
- Jappelli, T.; Modigliani, F., The age-saving profile and the life-cycle hypothesis, in: Klein, L.R. (Hrsg.), Long-run Growth and Short-run Stabilization: Essays in Memory of Albert Ando (1998) chpt. 2.
- Lazonick, William, The financialization of the U.S. corporation: What has been lost, and how it can be regained, in: Seattle University Law Review 36/2 (2013) 857-909.
- McKinsey Global Institute, Visualising global debt (2018); online: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/visualizing-global-debt> (abgerufen 7.18.2018).

- Modigliani, F.; Brumberg, R.H., Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data, in: Kurihara, K.K. (Hrsg.), Post-Keynesian Economics (New Brunswick 1954) 388-436.
- Pescatori, A.; Sandri, D.; Simon, J., Debt and growth: Is there a magic threshold? (= IMF Working Paper WP/14/34, Washington, D. C., 2014).
- Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S., Growth in a time of debt, in: American Economic Review, Papers & Proceedings 100 (2010) 573-578.
- Reinhart, Carmen M.; Reinhart, Vincent R.; Rogoff, Kenneth S., Public debt overhangs: Advanced-economy episodes since 1800, in: Journal of Economic Perspectives 26/3 (2012) 69-86.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 17/18 (Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2017).
- Subacci, Paola, Italy's Old New Populism (2018); online: <https://www.project-syndicate.org/commentary/italy-populist-government-deficit-budget-by-paola-subacchi-2018-10> (abgerufen 7.10.2018).
- Thum-Thysen, Anna; Voigt, Peter; Bilbao-Osorio, Benat; Maier, Christoph; Ognyanova, Diana, Unlocking Investment in Intangible Assets (= European Commission Discussion Paper 047, Brüssel 2017).
- Tichy, Gunther, Mangelnde Effizienz als Erfolgsbremse, in: WIFO-Monatsberichte 90/9 (2017) 677-699.
- Tichy, Gunther, Die nachhaltigen Folgen der Finanzkrise, in: WIFO-Monatsberichte 92/1 (2019) 47-60.
- Tichy, Gunther, Niedrigzinsen: EZB-Politik oder ökonomisches Gesetz, erscheint in: Wirtschaftsdienst (2019).
- Weizsäcker, C. C., Public Debt Requirements in a Regime of Price Stability (Max Planck Institute for Collective Goods, Bonn 2011a).
- Weizsäcker, C. C., Staatliches Gewaltmonopol, Staatsverschuldung und individuelle Vorsorge (Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung, Universität St Gallen, St. Gallen 2011b).

Zusammenfassung

Unter deutscher Führung hat sich eine geradezu krankhafte Aversion gegen Schulden entwickelt. Nicht bloß Staatsschulden gelten als grundsätzlich kontraproduktiv, erhebliche Angst besteht auch vor einer Überschuldung der Firmen. Dabei wird übersehen, dass die Schulden gesamtwirtschaftlich stets so hoch sein müssen wie die Ersparnisse; solange die Ersparnisse steigen – und das ist bei steigendem Wohlstand zu erwarten –, müssen auch die Schulden steigen. Bei dem etwa 2%-igen Wachstum, das auch für die Zukunft zu erwarten ist, reicht der investitionsbedingte Verschuldungsbedarf der Wirtschaft nicht aus, die gesamten Ersparnisse aufzunehmen. Der daraus resultierende Nachfragemangel dämpft das Wachstum und kann Rezessionen auslösen. Um das zu vermeiden, muss der Staat die überschüssigen Ersparnisse aufnehmen. Das ist in einer wachsenden Wirtschaft unproblematisch, wenn die Verschuldung für Wohlstands-steigernde Investitionen verwendet wird; darunter sind nicht bloß Investitionen in die materielle Infrastruktur, sondern auch in die immaterielle – Bildung, Gesundheit etc. zu verstehen. Anstelle der Schuldenregel sollte eine Investitionsregel treten.

Abstract

Triggered off by Germany debt is increasingly assessed as dangerous. Government debt is considered as counter-productive and corporate indebtedness is seen as excessive. At an aggregate basis the volume of debt is necessarily identical to the volume of savings (given a balanced current account). As savings will continue to increase with increasing wealth, debt will have to increase in lockstep. Given the 2 percent growth expected for the future corporate's investment-driven indebtedness will continue be lower than the supply of savings. The resulting lack of demand depresses growth and may cause a recession. To counteract government should use the redundant savings. This is unproblematic in a growing economy if government invests in infrastructure – material and even more in immaterial: education, health etc.

Key words: Saving, Interest Rates, Monetary Policy.

JEL codes: E21, E43, E52.

blog.arbeit-wirtschaft.at