

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-aktienrueckkaeuft/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).