

Rosenstock, Adolf H.

**Article — Digitized Version**

## Realzins, Sparen und Investieren in den achtziger Jahren

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Rosenstock, Adolf H. (1988) : Realzins, Sparen und Investieren in den achtziger Jahren, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 10, pp. 528-532

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136450>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Adolf H. Rosenstock

## Realzins, Sparen und Investieren in den achtziger Jahren

*Anfang der achtziger Jahre haben unter anderem Steuervergünstigungen für Investitionen in den USA zu weltweit höheren Realzinsen geführt. Ein Investitionsboom in den USA und eine Investitionsschwäche in Europa waren die Folgen, weil der gewachsene Kapitalbedarf nicht durch vermehrte Ersparnisse gedeckt wurde. Welche wirtschafts- und fiskalpolitischen Schlußfolgerungen können daraus abgeleitet werden?*

In den vergangenen Jahren sind die Sparer in den Genuß stattlicher Realzinserträge gekommen. So erfreulich dies auf der einen Seite sein mag, so gehen hiervon aber auch negative Wirkungen auf die Anlageninvestitionen, insbesondere der Unternehmen, aus. Im folgenden wird die Bedeutung des Realzinses als Regulator von Sparen und Investieren zunächst kurz theoretisch erörtert. Der zweite Teil der Analyse geht den Ursachen für das hohe Realzinsniveau seit Beginn der achtziger Jahre nach. Es werden Gründe für den scheinbaren Widerspruch zwischen guten Unternehmenserträgen und Sachkapitalrenditen einerseits und der zurückhaltenden Investitionsneigung andererseits offengelegt. Eine gerade für die Wirtschafts- und Fiskalpolitik wichtige Schlußfolgerung der Überlegungen ist, daß es zur Belebung der Investitionen nicht ausreicht, die Investitionsbedingungen zu verbessern, sondern daß die Sparneigung ebenfalls gefördert werden muß.

Normalerweise liegt der menschlichen Natur ein unmittelbarer Konsum des laufenden Einkommens näher als ein aufgeschobener. Angesichts unsicherer Ereignisse in der Zukunft – die Ersparnisse könnten vernichtet werden oder Krankheit, im Extremfall Tod, könnten den Konsumverzicht im nachhinein als sinnlos erscheinen lassen – ist dieses Verhalten rational. Der Sparreiz besteht darin, daß dem Konsumenten die Möglichkeit geboten wird, mit Ersparnissen in der Zukunft ein Konsumniveau materieller und immaterieller Güter zu erreichen, das über dem ursprünglichen Konsumver-

zicht liegt. Dieser Sachverhalt ist gemeint, wenn gefordert wird, den Sparern müsse eine positive Realverzinsung ihres Vermögens geboten werden.

Inwieweit gezahlte Realzinsen das Gesamteinkommen aller Haushalte erhöhen, hängt davon ab, wie die Ersparnisse eingesetzt werden. Werden sie von anderen Haushalten oder dem Staat aufgenommen, um den laufenden Konsum zu erhöhen, so sind Realzinszahlungen hierauf lediglich eine Umlenkung von Einkommensströmen. Auf der einen Seite erhöhen staatliche Zinszahlungen das Einkommen der Gläubigerhaushalte, auf der anderen Seite mindern aber für den Zinsendienst eingesetzte Steuern die Nettoeinkommen. Im Fall von privaten Konsumkrediten ist unmittelbar einsichtig, daß hier – volkswirtschaftlich betrachtet – netto keine Einkommensverbesserung eintritt. Anders sieht es aus, wenn die Ersparnisse zur Bildung von Sach- und Humankapital eingesetzt werden, um die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung zukünftiger Perioden zu erhöhen. Aus dem Produktionszuwachs gespeiste Arbeits- und Kapitaleinkommen erhöhen die reale Kaufkraft der Haushalte und führen so zur Wohlstandsmehrung.

### Investitions- und Sparmotive

Unter den Sparern sind Selbständige und Unternehmer, die im eigenen Betrieb Produktivkapital bilden können, eine Minderheit. Für die anderen bietet der Kapitalmarkt die Möglichkeit, liquide Mittel direkt oder indirekt über Finanzintermediäre einem investiven Einsatz zuzuführen.

Untersuchungen des Sparverhaltens privater Haushalte haben gezeigt, daß die primären Motive der Ver-

---

*Dr. Adolf H. Rosenstock, 32, ist Mitarbeiter in der Volkswirtschaftlichen Abteilung Inland der Kreditanstalt für Wiederaufbau in Frankfurt.*

mögensbildung das Vorsorge- und Zwecksparen sind. Die Höhe erzielbarer Realzinserrträge spielt eine untergeordnete Rolle, sofern sie sich innerhalb einer als normal empfundenen Bandbreite bewegen<sup>1</sup>. Das Sparaufkommen – und damit auch das Angebot am Kapitalmarkt – ist insoweit relativ zinsunelastisch. Auf der Kapitalnachfrageseite hingegen ist die Zinshöhe ein entscheidender Faktor. Zur Illustration der Zusammenhänge soll die Entscheidungssituation eines Unternehmers (Selbständiger oder managementgeleitete Unternehmung), der über die Anlage eines bestimmten liquiden Geldbetrages X zu entscheiden hat, in den wichtigsten Zügen dargestellt werden.

Als erste Anlagealternative wird er prüfen, ob er im eigenen Unternehmen investieren sollte. Da durch Sachinvestitionen geschaffenes Vermögen im Produktionsprozeß untergeht, ist in einer vorausschauenden Rechnung abzuschätzen, ob die mit der Investition ermöglichte Wertschöpfung ausreicht, die anderen Produktionskosten und Steuerbelastungen zu decken und die investierte Kaufkraft wieder freizusetzen. An dieser Stelle fließen Erwartungen über die zukünftigen Nachfragebedingungen am Absatzmarkt in die Investitionsrechnungen ein. Aufgrund theoretischer Überlegungen und Unternehmensbefragungen kann davon ausgegangen werden, daß gewinnbezogene Zielvorstellungen die dominanten Investitionsmotive sind<sup>2</sup> – gleichgültig, welche Bedürfnisse persönlicher oder gesellschaftlicher Art damit befriedigt werden.

Den realen Wert des erwarteten Gewinns, die Realverzinsung der eingesetzten Kaufkraft, wird er nun mit dem erwarteten realen Ertrag anderer Anlagemöglichkeiten, die auch den Privatanlegern offenstehen, vergleichen. Hierzu gehören beispielsweise die Geldanlage bei Banken, der Kauf von in- und ausländischen Rententiteln, Aktien oder Unternehmensbeteiligungen,

der Erwerb von Immobilien, Preziosen oder Kunstgegenständen. Unter Gewichtung der verschiedenen Ertragschancen und -risiken wird der Investor die günstigste Alternative auswählen.

### Konsequenzen für den Kapitalmarkt

Welche Konsequenzen sind hieraus für den Kapitalmarkt abzuleiten? Wenn der Kapitalmarktzins über den mit einem Risikoabschlag bereinigten Ertragsraten anderer Anlagemöglichkeiten liegt, dann werden Finanztitel zum bevorzugten Anlageinstrument. Für Sachinvestitionspläne gilt, daß nur diejenigen verwirklicht werden, deren bereinigte Renditen über dem Marktzins liegen. Übersteigt ihr Volumen die eigenen Mittel, so ist es lohnend, hierfür Kredite zum Marktzins aufzunehmen. Ähnliches gilt für andere zuvor genannte Anlagemöglichkeiten. Je nach Höhe des Marktzinses werden Geldanleger – Unternehmer oder Privatpersonen – ihre Kalkulationen mit bestimmten individuellen Finanzierungsdefiziten oder -überschüssen abschließen, die am Kapitalmarkt ausgeglichen werden.

Die Determinanten der Kapitalnachfrage und des -angebots, deren Zusammenspiel das Zinsniveau bestimmt, können demnach in zwei Punkten zusammengefaßt werden:

- das Wirtschaftssubjekten aus Sparen, erwirtschafteten Abschreibungen und der Liquidation früher erworbener Vermögensgegenstände zur Verfügung stehende liquide Geldvermögen und
- die Ertragschancen und -risiken alternativer Anlagemöglichkeiten, insbesondere neuer Sachinvestitionen.

Da das Volumen der Ersparnisse auf Zinsänderungen kaum reagiert und auch die Vermögensumschichtung von unproduktivem Sachvermögen zu Geldforderungen weniger vom Marktzins als von anderen, außerhalb des Kapitalmarkts liegenden Gründen beeinflusst werden, wird der gleichgewichtige Zins in erster Linie von der Kapitalnachfrageseite bestimmt. Die Nachfragekurve gibt an, welche Kreditwünsche mit steigendem Zins an den Markt gerichtet werden. Sie ist ein Spiegelbild der mit

<sup>1</sup> Vgl. z. B. G. Blümle: Zum heutigen Stand der Theorie des Sparens, in: W. Ehrlicher, D. B. Simmert (Hrsg.): Der volkswirtschaftliche Sparprozeß, Berlin 1985, S. 27–65; und N. Bub: Privates Sparen in der Bundesrepublik Deutschland, in: ebenda, S. 67–88.

<sup>2</sup> Vgl. z. B. S. Wied-Nebbeling: Industrielle Preissetzung, Tübingen 1975, S. 91 ff.; und J. Schumann: Grundzüge der Mikroökonomischen Theorie, 3. Auflage, Berlin u. a. 1980, S. 354 ff.

### Realzinsen in der Bundesrepublik Deutschland

Jahr	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Nominalzins <sup>1</sup>	7,0	6,5	6,8	8,3	8,0	7,9	9,3	10,4	8,5	7,8	6,2	5,7	7,4	8,5	10,4	9,0	7,9	7,8	6,9	5,9	5,8
Inflationsrate <sup>2</sup>	1,7	1,7	1,9	3,3	5,2	5,6	7,0	7,0	6,0	4,3	3,6	2,7	4,2	5,4	6,3	5,3	3,3	2,4	2,2	-0,2	0,2
Realzins	5,3	4,8	4,9	5,0	2,8	2,3	2,3	3,4	2,5	3,5	2,6	3,0	3,2	3,1	4,1	3,7	4,6	5,4	4,7	6,1	5,6

<sup>1</sup> Umlaufrendite öffentlicher Anleihen.    <sup>2</sup> Preisindex für die Lebenshaltung privater Haushalte.  
Quelle: Deutsche Bundesbank: Monatsberichte.

sinkendem Marktzins zunehmenden Anzahl von Sachinvestitionen, insbesondere Unternehmensinvestitionen, die eine höhere risikobereinigte Rendite versprechen als Kapitalmarktanlagen. Wenn in einer Volkswirtschaft relativ viele bzw. umfangreiche Investitionsprojekte anvisiert werden, die eine hohe zusätzliche Wertschöpfung erwarten lassen, dann steigt der gleichgewichtige Zins entsprechend. Umgekehrt verursacht der Mangel oder die Blockade aussichtsreicher Sachinvestitionen eine Nachfrageschwäche am Kapitalmarkt und in der Folge ein niedriges Zinsniveau.

**Hohes Realzinsniveau**

In den obigen Erörterungen wurde bewußt nicht ausdrücklich zwischen Nominal- und Realzinsen unterschieden. Obwohl dem Anleger Realwertbewußtsein unterstellt wird, ist es nicht notwendig, die realen Ertragsraten alternativer Anlagen zu vergleichen, um diejenige mit der höchsten erwarteten Realverzinsung auszuwählen. Es genügt, die erwarteten nominellen Renditen gegenüberzustellen, da alle zukünftigen Erträge in Geld erwirtschaftet werden, dessen Kaufkraft von der allgemeinen Preisentwicklung abhängt. Hieraus die Schlußfolgerung abzuleiten, die Höhe des Realzinses sei für Investitions- bzw. Anlageentscheidungen von untergeordneter Bedeutung, ist jedoch nicht gerechtfertigt. Indem man nominale Renditen vergleicht, werden die Wirkungen von der erwarteten Inflationsentwicklung auf alle nominellen Vermögenswerte und deren Erträge implizit berücksichtigt. Wenn der erwartete nominale Ertrag von Sachvermögen über oder unter dem vergleichbaren Nominalzinssatz von Finanzanlagen liegt, so bedeutet dies, daß die erwarteten realen Renditen der Sachvermögenswerte und der Geldanlagen ebenfalls differieren. Unterschiedliche Nominalzinserträge resultieren unmittelbar aus Realzinsdifferenzen.

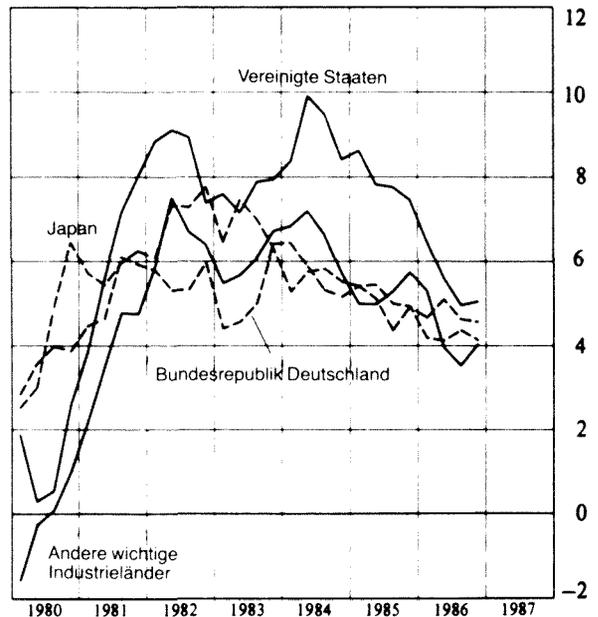
Der Realzins in der Bundesrepublik Deutschland bewegt sich seit einem halben Jahrzehnt auf einem historisch hohen Niveau. Dies gilt sowohl für Realzinsen nach der üblichen Berechnungsweise – durchschnittliche Umlaufrendite öffentlicher Anleihen einer Periode abzüglich Inflationsrate dieser Zeit – als auch nach der konzeptionell korrekteren Vorgehensweise, nach der nominelle Umlaufrenditen um den (individuell) erwarteten Inflationsverlauf bereinigt werden. Während der letzten, noch anhaltenden konjunkturellen Aufschwungsphase hatten wir Realzinsen, die um rund 50% über den Niveaus vergleichbarer Konjunkturphasen lagen. Dieses Phänomen ist nicht auf die Bundesrepublik beschränkt. In den meisten anderen Industrieländern war der 1981 einsetzende Realzinsanstieg noch ausgeprägter (vgl. Abbildung 1).

**Bestimmungsfaktoren für Spar- und Investitionsverhalten**

Als Ursachen für das anhaltend hohe Realzinsniveau wird immer wieder die größere Unsicherheit hinsichtlich der Geld- und Fiskalpolitik in den Industrieländern genannt, die Zinserwartungen destabilisierten und deshalb zu höheren realen Risikoprämienforderungen der Anleger führten. Es wird auch argumentiert, unterschwellige Inflationsbefürchtungen wären wesentlich höher, als sie in laufenden Preisindizes und veröffentlichten Prognosen zum Ausdruck kommen. Über diese Zinsdeterminanten lassen sich jedoch nur vage Vermutungen anstellen. Andere fundamentale Faktoren, die Sparen und Investieren bestimmen, können den realen Gleichgewichtszins jedoch ebenso, wahrscheinlich nachhaltiger, verändert haben. Im folgenden wird hierauf näher eingegangen.

Die Statistiken für die Bundesrepublik deuten, prima vista, auf keine Verschiebung der Kapitalangebots- und -nachfragekurven hin. Das Sparverhalten hat sich kaum verändert<sup>3</sup>, und auch der moderate Anstieg der Sachkapitalrendite<sup>4</sup> hat nicht zu höherer Kapitalnachfrage geführt, die den Realzins auf ein höheres Gleichgewichtsniveau hätte heben können. Die Finanzierungsrechnung nach Sektoren läßt keine zunehmende Kapitalknappheit seit dem Beginn der 80er Jahre erkennen.

**Abbildung 1**  
**Langfristige Realzinsen in großen Industrieländern**



\* Frankreich, Italien, Großbritannien, Kanada.

Quelle: IMF: World Economic Outlook, April 1987, S. 32.

Das Sparaufkommen der privaten Haushalte hat sich kaum verändert, und dessen Absorption durch inländische Investitionen hat abgenommen. Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Investitionsquote ist jedoch allein das Ergebnis geringerer Investitionen des Staates und im Wohnungsbau. Dies ist auf politische Entscheidungen und Sättigungserscheinungen zurückzuführen.

Die Investitionen der Unternehmen, insbesondere für Ausrüstungen, zeigen hingegen eine konstante Entwicklung. Der Fremdfinanzierungsbedarf des Unternehmenssektors ist aber geringer geworden, weil die Selbstfinanzierungsquote in den vergangenen Jahren angestiegen ist. Die überschüssige inländische Ersparnis wurde in ausländische Sach- und Finanzanlagen investiert. Eine Analyse ausländischer Kapitalmarktbedingungen zeigt, daß eine Hauptursache für das hohe Realzinsniveau in den USA zu finden ist.

### Gründe für US-Investitionsboom

Der Anstieg der Realzinsen in den Vereinigten Staaten eilte der Entwicklung in den anderen Industrieländern sowohl zeitlich als auch im Ausmaß voraus. Als 1980 die Zinssätze in den Industrieländern aufgrund restriktiver Antiinflationpolitik der Zentralbanken einen Gipfel erreichten, wurde allgemein angenommen, das Ende einer kurzen Hochzinsphase wäre in Sicht. Tatsächlich stiegen aber insbesondere die langfristigen Anleihezinsen weiter. Beispielsweise stieg die Rendite amerikanischer Industrieanleihen von gut 11% im Januar 1980 auf über 16% ein Jahr später. Im Verlauf des Jahres 1981 kletterte der langfristige Realzins auf über 8%. Von diesem hohen Niveau ist er erst im vergangenen Jahr etwas heruntergekommen, obwohl die Geldpolitik zwischenzeitlich expansiv ausgelegt war.

Die zeitliche Koinzidenz von Realzinsanstieg und Steueränderungen in den USA ist sicherlich kein Zufall. Die Herabsetzung der Steuerbelastung war vornehmlich auf die Reduzierung der Grenzsteuersätze gerichtet. 1981 bis 1983 wurden die Sätze auf Einkommen der Privatpersonen um 25% verringert. Der maximale Grenzsteuersatz auf Kapitalerträge wurde von 70 auf

50% gekürzt. Die effektive Steuerbelastung der Unternehmen wurde erheblich verringert, indem Abschreibungen erleichtert wurden (Accelerated Cost Recovery System) und die Anrechnung von Investitionsausgaben auf die Steuerschuld (investment tax credits) erhöht wurden. Die Abschreibungserleichterungen und investment tax credits lösten einen Investitionsboom aus, weil dadurch die Ertragsrate von Neuinvestitionen nach Steuern um mehrere Prozentpunkte angehoben wurde – bei konstanten Erträgen vor Steuern<sup>5</sup>.

Zu der höheren Kapitalnachfrage der Unternehmer kam ein wachsendes Finanzierungsdefizit des Staates hinzu. Aufgrund der Steuererleichterungen sanken die Staatseinnahmen (in Relation zum BSP), und gleichzeitig wurden die Ausgaben erhöht. Auf dem Kapitalmarkt standen aber der sprunghaft steigenden Nachfrage keine vermehrten heimischen Ersparnisse gegenüber. Im Gegenteil, die Sparquote der privaten Haushalte wurde von Jahr zu Jahr geringer. Sie halbierte sich nahezu seit 1981, von 6,7 auf 3,9% im Jahr 1987<sup>6</sup>. Die ausgeweitete steuerliche Begünstigung privater Altersvorsorge hat die amerikanische Sparneigung nur wenig beeinflusst. Man kann bestenfalls sagen, daß die Sparquote ohne diese Maßnahmen wahrscheinlich noch stärker gefallen wäre<sup>7</sup>. Der Anstieg des Realzinses – und deshalb auch des Nominalzinses – konnte nicht ausbleiben.

Attraktive amerikanische Zinsen haben dann ausländische Anleger veranlaßt, Ersparnisse am US-Markt anzulegen. Auf diese Weise wurde dort die Spar-Investitionsücke geschlossen. In den USA konnten die Investitionen trotz fehlender inländischer Ersparnisse kräftig ausgedehnt werden mit entsprechenden Wachstums- und Beschäftigungseffekten; der private Verbrauch konnte wegen geringerer Sparneigung stärker expandieren als die Einkommen; die amerikanischen Realzinsen sind weniger stark gestiegen als in Abwesenheit internationaler Kapitalzuflüsse zum Marktausgleich notwendig gewesen wäre und, last but not least, die Sparer sind weltweit in den Genuß höherer Realzinsen gekommen, weil die internationale Kapitalmobilität dafür sorgte, daß die in den USA entstandene Kapitalknappheit Mittel aus anderen Kapitalmärkten absog, so daß in der Folge auch dort die Realzinsen stiegen<sup>8</sup>.

<sup>3</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für das Jahr 1986, in: Monatsberichte Mai 1987; und diess.:... für das Jahr 1987, in: Monatsberichte Mai 1988.

<sup>4</sup> Vgl. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung: Investitionen, Beschäftigung und Produktivität, Strukturberichterstattung 1987, Berlin 1987, S. 31.

<sup>5</sup> Vgl. A. Auerbach: Corporate Taxation in the United States, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1983, S. 451–513; und L. Sahling, M. A. Akhtar: What is behind the Capital Spending Boom?, in: Quarterly Journal of the Federal Reserve Bank of New York, Winter 1984-85, S. 19–30.

<sup>6</sup> OECD: Economic Outlook, Dezember 1982, S. 72 und Juni 1988, S. 81.

<sup>7</sup> Vgl. S. F. Sventy, D. Wise: IRAs and Saving, in: M. Feldstein (Hrsg.): The Effects of Taxation on Capital Accumulation, Chicago 1987, S. 7–51.

<sup>8</sup> Vgl. hierzu A. H. Rosenstock: Der internationale Zinszusammenhang, insbesondere Kapitel A, Frankfurt 1987.

**Internationales „Crowding-in“**

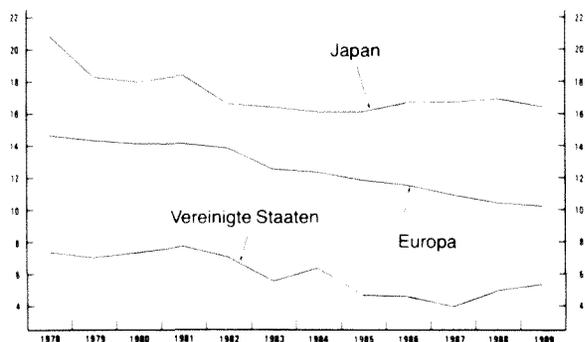
Der letzte Punkt implizierte gravierende Nachteile für die anderen Länder. Dort standen dem höheren Realzinsniveau keine fiskalischen Entlastungen von Neuinvestitionen gegenüber. Zahlreiche Investitionen, die vorher noch vorteilhaft gewesen wären, unterblieben. Statt dessen wurden vermehrt Finanzanlagen erworben. Da nur noch die ertragsstärkeren Projekte verwirklicht wurden, war dort die Investitionsquote niedriger, als sie sonst gewesen wäre, und stieg gleichzeitig die Sachkapitalrendite vor Steuern – ein nur scheinbares Paradoxon, wie man sieht. Die staatliche Konsolidierungspolitik in den meisten anderen Ländern hat den Kapitalmarkt tendenziell entlastet, was einen noch stärkeren Realzinsanstieg verhinderte. Die Betrachtung der Entwicklung der volkswirtschaftlichen Aggregate legt die Schlußfolgerung nahe, daß international ein „Crowding-in“ stattgefunden hat. Die Absorption der nationalen Ersparnisse durch Staatsdefizite hat in zahlreichen großen Ländern abgenommen, während die Absorption von internationalem Kapital durch amerikanische Unternehmen und das US-Budgetdefizit zugenommen haben.

Aus den geschilderten Zusammenhängen wird deutlich, daß dem amerikanischen Vorbild folgende steuerliche Maßnahmen zur Investitionsförderung nur einen bescheidenen Erfolg hätten haben können. Der Verschiebung der amerikanischen Kapitalnachfragekurve wären die entsprechenden Nachfrageverhältnisse in den anderen Ländern aufgrund verbesserter realer Renditen nach Steuern und höherer Staatsdefizite gefolgt. Die dann globale Kapitalknappheit hätte die Realzinsen noch wesentlich stärker erhöht, als es tatsächlich der Fall war. Wahrscheinlich wären sie so weit gestiegen, bis die steuerlich bedingte Renditeverbesserung neutralisiert worden wäre. In den USA wäre dann der Investitionsboom erheblich schwächer verlaufen, und das Investitionsvolumen in den anderen Ländern wäre marginal höher ausgefallen.

**Fazit**

Mit dem amerikanischen Steuerreformgesetz von 1986 wurde die effektive Steuerbelastung von Erträgen neuer Investitionen wieder erhöht. Es wird geschätzt, daß die Renditen nach Steuern durchschnittlich um 10% geschmälert werden. Der fiskalische komparative Vorteil amerikanischer Investitionen wurde damit zum Teil wieder zurückgenommen. Zur gleichen Zeit gingen zahlreiche andere Industrieländer daran, ihrerseits die Steuerbelastung von Unternehmen und Privatpersonen zu mildern. Damit wurde die steuerliche Erfassung von

**Abbildung 2**  
**Sparquoten privater Haushalte in OECD-Ländern**



Quelle: OECD: Economic Outlook, June 1988, S. 3.

Investitionserträgen auf internationaler Ebene wieder ähnlicher.

Es ist zu erwarten, daß dies helfen wird, ausgeglichene Kapitalströme zwischen den Industrieländern herbeizuführen. Fraglich bleibt, ob sie zu global höheren Investitionsquoten führen werden. Man sollte nämlich nicht übersehen, daß die Sparneigung in den meisten Industrieländern weiter zurückgeht – neben einigen kleineren Ländern ist die Bundesrepublik eine Ausnahme. In Westeuropa fiel die Sparquote der privaten Haushalte im vergangenen Jahrzehnt von 14 auf 10%, in Japan von über 20 auf 16% (vgl. Abbildung 2). Die Prognosen der OECD enthalten eine Fortsetzung dieses Trends in den kommenden Jahren. Lediglich in den USA ist mit einer leichten Erholung zu rechnen.

Eine Erhöhung des realen Investitionsvolumens wird deshalb nur dann möglich sein, wenn in der Konsolidierungspolitik öffentlicher Haushalte weitere Fortschritte – jedoch nicht zu Lasten öffentlicher Investitionen – erzielt werden und so das „Crowding-in“ fortgesetzt werden kann. Sollte dies nicht möglich sein, werden hohe, eventuell sogar noch steigende Realzinsen das Hauptergebnis investitionsfreundlicher Steuerpolitiken sein.

Es ist an der Zeit, das Sparen wieder seiner Bedeutung für Investitionen und künftigen Wohlstand entsprechend zu würdigen. Steuerliche Investitionsanreize können ihre Wirkung erst dann entfalten, wenn gleichzeitig Konsumverzicht geübt wird, d.h. für zusätzliche Investitionen benötigte Kaufkraft zur Verfügung gestellt wird. An Vorschlägen zur Umgestaltung der Steuersysteme in diesem Sinne ist kein Mangel. Die höhere effektive Besteuerung von Sparerträgen gehört aber sicherlich nicht dazu.