

Lindner, Fabian

Article

Haben die knappen Weltersparnisse die US-Immobilienblase finanziert?

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:

Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Lindner, Fabian (2014) : Haben die knappen Weltersparnisse die US-Immobilienblase finanziert?, *Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)*, ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 40, Iss. 1, pp. 33-61

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/332920>

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.

Haben die knappen Weltersparnisse die US-Immobilienblase finanziert?

Bemerkungen zur „*Global Saving Glut*“-These aus saldenmechanischer Sicht

Fabian Lindner

Unter der Mehrheit der ÖkonomInnen besteht der merkwürdige Konsens, das Kreditangebot sei durch die laufende Ersparnis der Haushalte limitiert. Mehr noch: Würde der Staat oder das Ausland durch Defizite die knappe Ersparnis absorbieren, könnten die Unternehmen keine Kredite mehr aufnehmen und müssten ihre Investitionen verringern. Der Kredittopf wäre dann leer, und Kreditnehmer müssten auf spätere Sparanstrengungen warten. Dies ist die „*Loanable Funds*“-Theorie, die Theorie „ausleihbarer Gelder“, die zuerst explizit von Dennis Robertson in den 1930er-Jahren formuliert wurde.¹ Diese Theorie bildet bis heute die Grundlage für die im ökonomischen *Mainstream* akzeptierte Analyse nationaler wie internationaler Wirtschaftspolitik. Aus dieser Analyse wird abgeleitet, dass Haushalte, Regierungen und ganze Länder mehr sparen müssten, damit Unternehmen mehr Kredite erhielten.

Diese Sicht bildet die Grundlage der Forderung nach der Kapitaldeckung in der Rente² und staatlicher Austeritätspolitik.³ Sie bildet auch die Grundlage der Theorie der globalen Ersparnisschwemme („*Global Saving Glut*“), die der ehemalige Vorsitzende der US-Zentralbank Federal Reserve, Ben Bernanke (2005, 2010), entwickelt hat. Nach dieser Theorie seien die USA durch ihre geringe Ersparnisbildung auf ausländische Ersparnis aus asiatischen und rohstoffexportierenden Ländern angewiesen, um ihre Immobilieninvestitionen zu finanzieren. Die globale Ersparnisschwemme sei damit Mitauslöser für die US-Immobilienkrise. Diese These der globalen Ersparnisschwemme soll im Folgenden als Anwendung der Doktrin „ausleihbarer Gelder“ kritisiert werden.

Dazu wird in einem ersten Teil gezeigt, dass und welche zeitgenössischen Ökonomen dieser Doktrin tatsächlich anhängen. In einem zweiten Teil wird anhand einfacher und trivialer Buchhaltungsregeln gezeigt, dass dieser Doktrin jede Grundlage fehlt: Das Kreditangebot ist *niemals* durch die Ersparnis limitiert, sondern im Gegenteil die Ersparnis oft durch den Kredit. Darüber hinaus wird gezeigt, dass die höhere *Geldersparnis* eines

Sektors in der Volkswirtschaft *immer* die Ersparnis aller anderen Sektoren senkt. In der Realität ist vieles genau umgekehrt, wie es die *Loanable Funds*-Theoretiker behaupten.⁴

Das folgt daraus, dass *Loanable-Funds*-Theoretiker Dinge miteinander vermengen, die ganz unterschiedlich sind: nämlich die Ersparnis in Form höherer Sachvermögensbildung (Investition), das Geldsparen (Erhöhung des Nettogeldvermögens) und die Kreditgewährung (reine Finanztransaktion). Der Ökonom Wolfgang Stützel (1978, 1979) nannte solche Gleichsetzungen ganz unterschiedlicher Dinge „Problemverschlingungen“. Stützel hat mit seiner „Saldenmechanik“ die hier verwendete Methode entwickelt, großspurige Aussagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre auf ihre Konsistenz mit trivialen Buchhaltungssätzen zu prüfen.

In einem dritten Teil wird die auf der *Loanable Funds*-Theorie basierende These der „globalen Ersparnisschwemme“ empirisch untersucht. Es wird sich zeigen, dass die USA als Emittent der globalen Reservewährung weder zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite noch ihrer heimischen Investitionen auf ausländische Ersparnis oder Kredit angewiesen waren oder sind. Die größten Auslandsgläubiger der USA waren nicht die Leistungsbilanzüberschussländer China oder Südostasien, wie Bernanke schreibt, sondern europäische Banken. Diese konnten den USA aber erst Kredit geben, nachdem sie sich selbst in den USA die dafür nötigen Dollar geliehen hatten – schließlich braucht ein Amerikaner zur Konstruktion sowie zum Kauf eines Hauses Dollar und nicht Euro oder Yuan. Es ist merkwürdig, dass der Vorsitzende gerade derjenigen Zentralbank, die in letzter Instanz jeden Dollar herstellt, annimmt, die USA seien auf Kredit aus dem Ausland angewiesen, wenn nur sie, aber nicht das Ausland Dollar herstellen kann.

1. *Loanable Funds*, die Konkurrenz um Ersparnis und die „globale Ersparnisschwemme“

Dass die *Loanable-Funds*-Theoretiker tatsächlich Ersparnis und Kreditangebot gleichsetzen, wird im Folgenden anhand einschlägiger Zitate gezeigt. In seinem Einführungsbuch in die Makroökonomik schreibt etwa Gregory Mankiw:

„Saving is the supply of loans [*meine Hervorhebung*] – individuals lend their saving to investors, or they deposit their saving in a bank that makes the loan for them. Investment is the demand for loanable funds – investors borrow from the public directly by selling bonds or indirectly by borrowing from banks. [...] At the equilibrium interest rate, saving equals investment, and the supply of loans equals the demand.“⁵

Die These, Ersparnis sei gleich dem Kreditangebot, ist auch die Grundlage für Bernankes Theorie der internationalen Ersparnisschwemme:⁶

„All investment in new capital goods must be financed in some manner. In a closed economy without trade or international capital flows, the funding for investment [meine Hervorhebung] would be provided entirely by the country's national saving. By definition, national saving is the sum of saving done by households [...] and saving done by businesses (in the form of retained earnings) less any budget deficit run by the government (which is a use rather than a source of saving).“

Aus der Gleichsetzung von Ersparnis und Kreditangebot folgt, dass die Kreditvergabe durch die Ersparnis limitiert ist. Nähme etwa der Staat den durch Haushaltsersparnis limitierten Kredit auf, müssten sich Unternehmen bei der Kreditaufnahme einschränken. Mankiw dazu, in einem Artikel mit Laurence Ball (1995, S. 96-98):

„Budget deficits [...] reduce national saving. [...] A decline in national saving reduces the supply of loans available to private borrowers, which pushes up the interest rate (the price of a loan).“

Nicht nur Defizite des Staates, auch Defizite des Auslands – die den heimischen Leistungsbilanzüberschüssen entsprechen – würden zum „Export von Ersparnis“ führen, die dann für die Finanzierung heimischer Investitionen fehlen würde.

Wie schmerzlich das aus Sicht der Vertreter ausleihbarer Fonds ist, formuliert besonders zugespitzt Hans- Werner Sinn anhand der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse:

„Deutschland exportierte seine Ersparnisse, anstatt sie in Kredite für die inländische Wirtschaft umzusetzen [meine Hervorhebung]. Allein im Jahr 2008 exportierten die Deutschen 60% ihrer laufenden Ersparnisse ins Ausland, während sie nur 40% zu Hause investierten. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis betrug in diesem Jahr 277 Mrd. Euro, 111 Mrd. Euro wurden netto in Deutschland investiert, und 166 Mrd. Euro flossen netto als Kapitalexport ins Ausland. Definitionsgemäß war dies auch der Überschuss der deutschen Leistungsbilanz.“⁷

Umgekehrt könnte ein Land mit zu wenig Ersparnis und damit zu wenig Kredit Ersparnis importieren. Bernanke (2005) dazu:

„[...] well-developed international capital markets allow savers to lend [meine Hervorhebung] to those who wish to make capital investments in any country, not just their own. Because saving can cross international borders [meine Hervorhebung], a country's domestic investment in new capital and its domestic saving need not be equal in each period. If a country's saving exceeds its investment during a particular year, the difference represents excess saving that can be lent on international capital markets [meine Hervorhebung]. By the same token, if a country's saving is less than the amount required to finance domestic investment, the country can close the gap by borrowing from abroad.“

Nur sei das Problem mit dem Import knapper ausländischer Ersparnis, dass diese nicht mehr für Ausländer zu haben sei. Ronald McKinnon (2001, S. 227) schreibt dazu:

„For more than twenty years the world’s richest, most mature industrial economy has drawn heavily on the world’s limited pool of saving [meine Hervorhebung] to support high consumption in the 1980s by the federal government, and in the 1990s by households.“

Die Zitate sollten ausreichend belegen, dass führende *Mainstream*-Volkswirte sich darin einig sind, Sparen und Kredit seien identisch und höhere Ersparnis die Voraussetzung für eine Ausweitung des Kredites und damit der Investitionen. Diese Theorie ist nicht neu. Der deutsche Ökonom Wilhelm Lautenbach schrieb schon im Jahr 1936:⁸

„Wie funktioniert der Kreditapparat, wenn der Staat große Ausgaben durch Kredit finanziert? Woher kommen die Mittel? Die meisten, die die Frage stellen, und es sind keineswegs nur Laien, haben dabei die Vorstellung, als gäbe es irgendeinen begrenzten Vorrat an Geld oder Kredit. Mit dieser Vorstellung verknüpft sich gewöhnlich die besorgte Frage, ob der Staat durch seine Kreditansprüche nicht der Wirtschaft den Kredit verknappe.“

Ganz ähnlich schrieb Otto Donner (1942, S. 185):

„Viele stellen sich vor, die Kreditversorgung geschehe aus einem Topf mit begrenztem Inhalt. Dehne der Staat seine Kreditnachfrage mehr und mehr aus, so müsse das Kreditreservoir bald restlos ausgeleert sein. [...] Im Sinne solcher Gedankengänge glaubte der französische Generalstab bei Ausbruch des Krieges im Jahre 1914 an eine Kriegsdauer von nur wenigen Monaten, weil die Finanzierung eines modernen Krieges während einer längeren Periode nicht möglich sei.“

Im Folgenden soll gezeigt werden, dass diese Sicht eines begrenzten Spartopfes schlicht Unsinn ist. Die hier zu beweisende These hat Hans Gestrich im Jahr 1944 deutlich formuliert: „Das Kreditvolumen ist in keiner Weise abhängig von der Menge der Geldersparnisse. Es hängt von der Fähigkeit und Bereitwilligkeit der Banken ab, Kredit zu gewähren, der andererseits auch eine Bereitwilligkeit zur Kreditverschuldung gegenüberstehen muss.“⁹ Um das zu zeigen, braucht es eigentlich nur triviale Buchhaltungssätze. Diese werden im Folgenden erläutert.

2. Wie Leistungsbilanzen, Ersparnisse und Finanzierung zusammenhängen

Um den Unterschied zwischen Sparen und Kredit genau zu verstehen, reichen einfache Konzepte der Buchhaltung, wie sie in jedem betriebswirtschaftlichen Einführungsbuch gelehrt werden.¹⁰ Jede Wirtschaftlerin, ob Unternehmen, Haushalt, Bank oder ein ganzes Land hat eine Bilanz, in der der Bestand ihres Vermögens und ihrer Verbindlichkeiten festgehalten

wird. Auf der Aktivseite steht ihr Vermögen, auf der Passivseite ihre Verbindlichkeiten und ihr Reinvermögen (oder Eigenkapital).

Das Bruttovermögen einer Wirtschaftlerin besteht aus ihrem Sachvermögen, sv (Maschinen, Häuser etc.), und ihrem Bruttogeldvermögen, gv :

$$1) \quad \text{Bruttovermögen} = sv + gv$$

Das Geldvermögen einer Wirtschaftlerin besteht aus ihren finanziellen Forderungen gegenüber anderen Wirtschaftlerinnen. Das Geldvermögen lässt sich weiter unterteilen in Zahlungsmittel, m , und alle übrigen Forderungen, $üf$:

$$2) \quad gv = m + üf$$

Eine Zahlung ist definiert als die Erfüllung einer Schuld.¹¹ Zahlungsmittel sind somit die Mittel, mit denen Schulden erfüllt werden können. Dementsprechend können alle übrigen Forderungen nicht zur Erfüllung von Schulden verwendet werden. Sie geben Haltern gerade das Recht auf Erhalt von Zahlungsmitteln.

Unter die übrigen Forderungen fallen etwa Aktien, Anleihen, Kredite, Derivate oder Versicherungspolice. Es hängt allerdings vom Kontext ab, wann eine Forderung ein Zahlungsmittel ist und wann nicht.

Zum Beispiel akzeptieren Nichtbanken die Einlagen bei Geschäftsbanken als Zahlungsmittel, die Geschäftsbanken untereinander aber nur Zentralbankgeld; in den USA wird man den Euro kaum als Zahlungsmittel akzeptieren, in vielen Ländern der Welt aber den Dollar. Das wird in der Diskussion über den internationalen Kredit der USA noch deutlicher gezeigt.

Die Unterscheidung zwischen Zahlungsmitteln und übrigen Forderungen ist zentral für das Verständnis von Finanzkrisen. Eine Finanzkrise ist eine Krise, in der viele WirtschaftlerInnen aus Mangel an Zahlungsmitteln in Schwierigkeiten geraten, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Ihnen droht die Insolvenz.

Um das Nettovermögen oder Reinvermögen, rv (für Unternehmen: das Eigenkapital), einer Wirtschaftlerin zu ermitteln, müssen vom Vermögen die Verbindlichkeiten, vb , abgezogen werden (der Konvention der Geldvermögensrechnung etwa der Bundesbank folgend zählen wir darunter auch Aktien):¹²

$$3) \quad rv = sv + gv - vb$$

Schließlich wird es sich als nützlich erweisen, die Differenz zwischen dem Bruttogeldvermögen und den Verbindlichkeiten gesondert als Nettogeldvermögen, ngv , zu definieren:

$$4) \quad gv - vb = m + üf - vb = ngv$$

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Bilanz einer beliebigen Wirtschaftlerin. Je nach Art einer Wirtschaftlerin finden sich unterschiedliche Aktiv-

und Passivposten in ihrer Bilanz. Unternehmen halten vor allem Sachvermögen und relativ wenig Geldvermögen; sie sind meist langfristig verschuldet und haben ein hohes Eigenkapital (Reinvermögen). Private Haushalte halten sowohl Geld- als auch Sachvermögen auf ihrer Bilanz, wobei ihr Sachvermögen meist vor allem aus Immobilien besteht etc. Die Aktiva der Banken bestehen vor allem aus Kreditforderungen oder anderen Geldvermögensbeständen; ihre Verbindlichkeiten sind vor allem kurzfristige Schulden wie etwa Depositen. Sie haben meist ein relativ sehr viel geringeres Eigenkapital als andere Wirtschaftseinheiten.

Tabelle 1: Bilanz einer beliebigen Wirtschaftseinheit

Aktiva	Passiva
Bruttogeldvermögen, <i>gv</i> : – Zahlungsmittel, <i>m</i> – Übrige Forderungen, <i>üf</i> : o Aktien o Anleihen o Kredite etc.	Verbindlichkeiten, <i>vb</i> : – Schulden – Aktien
Sachvermögen, <i>sv</i> : – Maschinen – Häuser etc.	Reinvermögen, <i>rv</i>

Um zu verstehen, welche und wie sich Bilanzposten einer Wirtschaftlerin verändern, werden im deutschsprachigen Raum drei Flüsse voneinander unterschieden: Ertrag und Aufwendung; Einnahme und Ausgabe und Einzahlung und Auszahlung.¹³

Ertrag und Aufwendung, bzw. Einkommen, *y*, und Konsum, *c*, verändern das Reinvermögen einer Wirtschaftlerin:

$$5) \quad \text{Erträge} - \text{Aufwendungen} = y - c = \Delta rv$$

Änderungen des Reinvermögens sind genau „Sparen“, wie man es in der ökonomischen Theorie versteht. Da das Reinvermögen aus Sachvermögen und Nettogeldvermögen besteht, fallen unter das Konzept „Sparen“ zwei verschiedene Konzepte, die streng auseinandergehalten werden müssen, nämlich die Veränderung von Sachvermögen, die man auch Investition, *i*, nennt (also $\Delta sv \equiv i$) und die Veränderung von Nettogeldvermögen:

$$6) \quad s = y - c = i + \Delta ngv$$

Unterscheidet man nicht klar zwischen diesen beiden Konzepten, die man unter „Sparen“ zusammenfasst, entstehen die größten Verwirrungen. So ist etwa die Diskussion zwischen Neoklassikern und Keynesianern, ob höhere Ersparnis Voraussetzung für Investitionen oder umgekehrt höhere Investitionen Voraussetzung für höhere Ersparnis ist, aus rein buchhalterischer

scher Sicht wenig ertragreich: Die Investition ist *per Definition* Ersparnis, weil sie das Vermögen erhöht, nämlich das Sachvermögen.

Interessant wird die Diskussion erst, wenn man etwa danach fragt, ob höhere Nettogeldvermögensbildung dazu führt, dass auch mehr Sachvermögensbildung stattfindet oder umgekehrt, ob die Sachvermögensbildung zu höherer Geldvermögensbildung führt.

Um diese Frage zu beantworten, muss man wissen, wie sich das Nettogeldvermögen überhaupt ändern lässt, wie man also Geld spart. Mit „Geldsparen“ meinen wir nicht die Ansammlung von Zahlungsmitteln, sondern die Erhöhung von Nettogeldvermögen, wie es in Gleichung 4) formuliert ist: Darunter fällt eine Erhöhung der Zahlungsmittel, eine Erhöhung der übrigen Forderungen und/oder eine Verringerung der Verbindlichkeiten.

Flüsse, die das Nettogeldvermögen ändern, werden Einnahmen und Ausgaben genannt:

$$7) \quad \text{Einnahmen} - \text{Ausgaben} = \Delta ngv$$

Unter Einnahmen und Ausgaben fallen Käufe und Verkäufe von Waren und Dienstleistungen (zwischen Ländern Exporte und Importe genannt), Löhne, Kapitaleinkommen (Zinsen, Dividenden etc.) oder Transfers (Steuern, Subventionen etc.). Nimmt eine Wirtschaftlerin mehr ein als sie ausgibt, spart sie; gibt sie mehr aus als sie einnimmt, entspart sie – natürlich immer nur Nettogeldvermögen.

Erzielt etwa eine Wirtschaftlerin einen Ausgabenüberschuss, kauft dafür aber in genau gleicher Höhe Maschinen (Investitionsgüter), ist die Änderung ihres Reinvermögens, also ihr gesamtes Sparen, gleich null. Denn sie hat ihr Nettogeldvermögen verringert, aber im gleichen Maße ihr Sachvermögen erhöht. Wenn sie aber ihr Nettogeldvermögen verändert, ist noch nichts darüber ausgesagt, in welcher *Form* sie es ändert, ob sie also ihren Zahlungsmittelbestand ändert, ihren Bestand übriger Forderungen oder ihre Verbindlichkeiten.

Die dritte Art der Flüsse sind schließlich die Einzahlungen und Auszahlungen. Sie verändern den Zahlungsmittelbestand einer Wirtschaftlerin:

$$8) \quad \text{Einzahlung} - \text{Auszahlung} = \Delta m$$

Tabelle 2 zeigt die verschiedenen Flüsse, die die Bilanzposten, wie sie in Tabelle 1 gezeigt werden, verändern:

- Unter der Überschrift „Produktion“ (Zeilen 1 bis 3) werden die Erträge der Wirtschaftseinheiten gefasst, die aus Produktion rühren. Abschreibungen, die Aufwendungen sind, werden nicht gezeigt. Wir nehmen also an, dass sie schon von der Produktion abgezogen werden, sodass die Produktion Nettoproduktion ist.
- Unter der Leistungsbilanz (Zeilen 4 bis 7) werden alle Einnahmen und Ausgaben der WirtschaftlerInnen verbucht.
- In der Kapitalverkehrsbilanz (Zeilen 8 bis 10) werden alle finanziel-

len Transaktionen, also die Änderungen der Zahlungsmittel, der übrigen Forderungen und der Verbindlichkeiten, verbucht.

- Und unter der Überschrift Einkommen (Zeilen 11 bis 14) werden alle Erträge und Aufwendungen verbucht.

Die Tabelle ist vergleichbar mit Godley und Lavoies (2007, S. 39) „*Transactions Flow*“-Matrix, unterscheidet aber klarer zwischen Ausgaben/Einnahmen und Produktion. In den Spalten finden sich verschiedene Wirtschaftssektoren (Unternehmen, Haushalte und Banken). Es ließen sich beliebig andere Wirtschaftseinheiten und Sektoren hinzufügen.

Durch die klare Unterscheidung der drei Flüsse haben wir das analytische Rüstzeug, die Theorie ausleihbarer Gelder kritisch zu analysieren. Es bietet sich an, dies an einem einfachen Beispiel zu tun, in dem drei WirtschaftlerInnen – eine Bank, ein Haushalt und ein Unternehmen – in einer geschlossenen Volkswirtschaft ohne Staat miteinander interagieren. Die Zusammenhänge wären exakt gleich, ließe man die drei WirtschaftlerInnen aus drei verschiedenen Ländern heraus handeln.

2.1 Kreditvergabe in der Realität

Nehmen wir an, das Unternehmen möchte eine Maschine herstellen, mit der es später Konsumgüter produzieren kann. Es möchte also investieren. Um die Maschine herzustellen, braucht es ArbeiterInnen. Nehmen wir nun weiter an, das Unternehmen habe nicht genug Geld, um die ArbeiterInnen zur Produktion der Maschine zu bezahlen. Bevor es die ArbeiterInnen einstellen und die Maschine produzieren kann, muss es bei der Bank einen Kredit aufnehmen.

Glaubt die Bank, das Unternehmen verfüge über genug Bonität, richtet sie ihm einfach ein Konto mit der vereinbarten Summe ein. Da es sich bei der Kreditgewährung um eine Finanztransaktionen handelt, werden alle Vorgänge der Kreditvergabe in der Kapitalverkehrsbilanz (Tabelle 2, Zeilen 8 bis 10) gebucht.

Da nach dem Prinzip der doppelten Buchhaltung jede Wirtschaftseinheit zwei Buchungen vornehmen muss, ergeben sich für eine Transaktion zwischen zwei Einheiten vier Buchungseinträge:

1. Das neue Deposit des Unternehmens ist eine höhere Verbindlichkeit der Bank ($+\Delta vb$).
2. Dieser höheren Verbindlichkeit entspricht eine höhere Forderung gegenüber dem Unternehmen, der Kredit ($+\Delta üf$).
3. Das Unternehmen erhöht seinen Bestand an Zahlungsmitteln (es hat eine Einzahlung, $+\Delta m$), das ihm auf seinem Konto von der Bank gutgeschrieben wird.
4. Das Unternehmen erhöht seine Verbindlichkeiten ($+\Delta vb$), also die Schuld, die es gegenüber der Bank eingegangen ist.

Aus den Buchungsvorgängen wird sofort ersichtlich, dass zur Kreditvergabe kein Einkommen entstanden ist oder jemand auf Konsum verzichten musste: Weder gab es einen Ertrag noch eine Aufwendung, das Reinvermögen hat sich nicht verändert. Es ist auch zu keiner Einnahme oder Ausgabe gekommen, sodass das Nettogeldvermögen der Einheiten gleich geblieben ist.

Tabelle 2: Produktion, Leistungsbilanz, Zahlungsbilanz, Einkommen und Ersparnis: Kreditaufnahme

		a) Haushalt	b) Unternehmen	c) Bank	Gesamtwirtschaft = a) + b) + c)
Produktion	1) Konsumgüter 2) Investitionsgüter 3) Gesamtproduktion = 1) + 2)				
Leistungsbilanz: Einnahmen (+)/ Ausgaben (–)	4) Verkäufe/Käufe 5) Arbeitsleistung 6) Kapitaleistung 7) Transfers				
Kapitalverkehrs- bilanz	8) Zahlungsmittel 9) Übrige Forderungen 10) Verbindlichkeiten		+ Δm + Δvb	+ $\Delta üf$ + Δvb	+ Δm + $\Delta üf$ + $2 \cdot \Delta vb$
Einkommen	11) $\Delta ngv = 4) + 5) + 6) + 7) = 8) + 9) - 10)$ 12) Konsum 13) Investitionen (Anlagen + Läger) = 2) + 1) – 12) 14) Gesamteinkommen = 11) + 12) + 13)				
Ersparnis	15) = 14) – 12) = 11) + 13)				

Es ist nur zu einer Einzahlung gekommen, der allerdings keine Auszahlung gegenübersteht: Das Unternehmen hat mehr Zahlungsmittel. Da die Zahlungsmittel durch die Kreditvergabe neu entstanden sind, hat die Bank ihren Bestand an Zahlungsmitteln nicht verringert, sodass sie keine Auszahlung vorgenommen hat.

Kurz: Die Bank schafft Kredit und Geld aus dem Nichts.¹⁴ Das kann die Bank so lange, wie alle Nichtbanken bereit sind, Bankeinlagen (Verbindlichkeiten der Bank) als Zahlungsmittel zu akzeptieren, was der Normalfall in entwickelten Volkswirtschaften ist. Hyman Minsky (1986, S. 255) hat das eingängig so beschrieben: „[...] everyone can create money; the problem is to get it accepted.“ Das Merkmal moderner Volkswirtschaften ist eben, dass die Einlagen bei Banken als Zahlungsmittel akzeptiert werden.

Freilich ist die Bank dadurch eingeschränkt, dass sie auch in Zentralbankgeld (Bargeld, Einlagen bei der Zentralbank) zahlen muss, wenn jemand seine Einlagen in bar ausgezahlt bekommen möchte. Die Bank muss sich dann von jemand anderem Zentralbankgeld leihen, was dann zu weiteren Ein- und Auszahlungen, wieder aber nicht zu Erträgen und Aufwendungen oder Einnahmen und Ausgaben führt. Für den Fall der USA und ihrer ausländischen Gläubiger wird das weiter unten noch genauer erörtert.

In der Sprache der Buchhaltung ist die Kreditvergabe eine reine Finanztransaktion.¹⁵ Eine solche Transaktion verändert per Definition nicht das Nettogeldvermögen, braucht also weder Geldersparnis noch macht es sie notwendig.

Unter die Kategorie reiner Finanztransaktionen fallen auch Käufe und Verkäufe von Aktien, Anleihen etc.: Beim Kauf etwa einer Anleihe vermindert ein Käufer seinen Zahlungsmittelbestand und erhöht seinen Bestand an übrigen Forderungen; der Verkäufer vermindert seinen Bestand an Anleihen und erhöht seinen Bestand an Zahlungsmitteln. Geschieht das über nationale Grenzen hinweg, nennt man es internationalen Kapitalverkehr.

2.2 Was passiert beim Sparen?

Nun gehen wir einen Schritt weiter. Das Unternehmen hat nun Zahlungsmittel zur Verfügung und kann ArbeiterInnen einstellen, die ihm seine Maschine bauen. Nehmen wir weiter an, dass das Unternehmen auch Konsumgüter produziert, C^p , die von den Arbeitern gekauft werden (das Superskript p steht für Produktion, also für die produzierten Güter, die in Tabelle 2 in den Zeilen 1 bis 2 aufgeführt sind).

Das Unternehmen muss dann Zahlungen für den Lohn der Arbeiter leisten (Lohn w mal Arbeit l : $w \cdot l$), die bei ihm sowohl Investitionsgüter als auch Konsumgüter produzieren; es muss Zinszahlungen an die Bank leisten (Zinssatz int mal ausstehende Schuld vb_{-1} : $int \cdot vb_{-1}$) und erhält von den Arbeitern Einzahlungen für die Konsumgüter, die es verkauft, C . Löhne, Zinszahlungen, Kauf und Verkauf von Waren und Dienstleistungen werden als Einnahmen und Ausgaben in der Leistungsbilanz erfasst:

$$9) \quad \text{Einnahme} - \text{Ausgabe} = \text{Einzahlung} - \text{Auszahlung} = \Delta m = C - wl - int \cdot vb_{-1}$$

Die Ein- und Auszahlungen des Unternehmens entsprechen in diesem Beispiel auch den Ausgaben und Einnahmen. Die Identität von Ausgaben und Einnahmen und Auszahlungen und Einzahlungen gilt freilich nur, solange alle Einnahmen und Ausgaben bar (oder sofort per Banküberweisung) bezahlt werden. Würden die Haushalte ihre Konsumgüter etwa durch Aufnahme von Konsumentenkrediten finanzieren, würden die Unternehmen zwar Einnahmen erzielen, aber keine Einzahlungen.

Tabelle 3: Verkauf und Kauf, Produzieren, Konsumieren und Sparen

	a) Haushalt	b) Unternehmen	c) Bank	Gesamt- wirtschaft = a) + b) + c)
Produktion		C^p p^p y^p		C^p p^p y^p
Leistungsbilanz: Einnahmen (+)/ Ausgaben (–)	$-C$ $+wl$	$+C$ $-wl$ $-int^*vb_{-1}$	$+int^*vb_{-1}$	0 0 0
Kapitalverkehrs- bilanz	$+\Delta m$	$-\Delta m$		0
Einkommen	$wl - C$ C	$C - wl - int^*vb_{-1}$	int^*vb_{-1}	0 C
	$Y_H = wl$	$p + C^p - C = p + i^l$ $Y_U = p + C^p - wl - int^*vb_{-1}$	$Y_B = int^*vb_{-1}$	$p + i^l$ $Y_G = Y^p = C^p + p^p$
Ersparnis	$S_H = wl - C$	$S_U = p + C^p - wl - int^*vb_{-1}$	$S_B = int^*vb_{-1}$	$S_G = p + i^l$

Alle Zusammenhänge zeigt Tabelle 3: Die Unternehmen produzieren eine bestimmte Anzahl an Konsumgütern und Investitionsgütern (Zeilen 1 bis 3), erhalten Einnahmen und machen Ausgaben entsprechend Gleichung 9) (Zeilen 4 bis 7 in Tabelle 3). Ihr Einkommen ist gleich ihren Erträgen, nämlich die neu produzierten Güter, von denen die Aufwendungen (hier auch gleich den Ausgaben) abgezogen werden (Zeile 14).

Das Unternehmenseinkommen Y_U sind die Gewinne des Unternehmenssektors. Da Unternehmen per Definition nicht konsumieren, ist ihr Einkommen und ihr Gewinn gleich ihrer Ersparnis (Zeile 14 = 15). Die Investition (Sachvermögensbildung, I^p , plus Veränderungen der Lager, I^L) des Unternehmens gehört zu seinem Gewinn, da die Produktion von Sachvermögen ein Ertrag ist, der positiv als Gewinn in der Gewinn- und Verlust-Rechnung verbucht wird.

Die Haushalte erhalten die Lohnzahlungen und kaufen Konsumgüter (Zeilen 4 bis 7). Ihr Einkommen ist gleich ihren Lohneinnahmen. Weil sie in diesem Beispiel kein Sachvermögen bilden, ist ihre Ersparnis gleich ihrem Lohneinkommen abzüglich ihrer Konsumausgaben.

Wie viel haben die Haushalte, die Unternehmen, die Banken und die ganze Volkswirtschaft nun gespart? Die Ersparnis der Haushalte entspricht ihren Lohneinkommen abzüglich ihrer Konsumausgaben; die Ersparnis der Unternehmen ihrem Sachvermögensbau und der Differenz zwischen ihren Umsätzen und den Lohn- und Zinsausgaben. Das Sparen der Banken entspricht ihren Zinseinnahmen (sie zahlen im Beispiel keine Zinsen auf die Depositen, sonst wäre die Ersparnis der Banken gleich der Differenz aus Kredit- und Einlagenzinsen).

Das Sparen der gesamten Volkswirtschaft ist die Summe all dieser Spargvorgänge und in der Spalte „Gesamtwirtschaft“ in Zeile 15) abgetragen: Die Gesamtersparnis der Volkswirtschaft ist gleich den neu hergestellten Anlagen, I^p , plus den Lagern, I^L , die sich ergeben, wenn die Haushalte weniger Konsumgüter kaufen, C , als von den Unternehmen hergestellt wurden, C^p .

Dass nur die Sachvermögensbildung als Gesamtersparnis übrig bleibt, ergibt sich daraus, dass sich alle Ausgaben und Einnahmen und damit auch alle Veränderungen von Nettogeldvermögen in der Gesamtwirtschaft zu null addieren. Jeder Ausgabe steht eine Einnahme gegenüber, wie sich anhand der Leistungsbilanz leicht sehen lässt. Damit entspricht jedem Nettogeldvermögensaufbau einer Gruppe von WirtschaftlerInnen der Abbau von Nettogeldvermögen aller anderen WirtschaftlerInnen.

Allgemein ausgedrückt: Eine Wirtschaftlerin kann nur dann Geld sparen, wenn alle übrigen WirtschaftlerInnen betragsgemäß genau so viel entsparen. Das gilt für jede empirische Wirtschaft, egal welche Konstellation an Ausgaben und Einnahmen wir annehmen und welche Sektoren und Wirtschaftseinheiten wir betrachten. Deswegen bleibt in der Gesamtwirtschaft

(der Weltwirtschaft oder einer geschlossenen Wirtschaft) nur die Sachvermögensbildung, also die Investition, als Ersparnis übrig. Genau deswegen sind Investitionen und Ersparnis in der Gesamtwirtschaft identisch. Dieser Satz gilt vollkommen unabhängig davon, wie hoch die Ersparnis einzelner WirtschaftserInnen oder Gruppen von WirtschaftserInnen ist.

Die Identität von Ersparnis und Investitionen bedeutet *nicht* – wie es die *Loanable-Funds*-Theoretiker interpretieren –, dass die *Haushaltersparnis* (oder die Haushalts- plus die Staatersparnis) gleich der Gesamtersparnis und damit der Investitionen ist. Ganz gleich, wie hoch das Geldsparen einer Gruppe von Wirtschaftserinnen ist – genauso groß ist das Geldentsparen des Rests der Wirtschaft, und immer bleibt nur die Sachvermögensbildung übrig. Es gibt überhaupt keinen Grund, *ex ante* anzunehmen, die Sachvermögensbildung würde genau dem Geldsparen der Haushalte entsprechen.

Das können wir leicht sehen, wenn wir überlegen, was geschieht, wenn die Haushalte aus ihren Einkommen genauso viel ausgeben, wie sie verdienen, also gar nicht sparen; mehr ausgeben, als sie verdienen, also entsparen, und schließlich weniger ausgeben, als sie verdienen, und damit sparen.

Sparen die Haushalte *nicht* und geben genauso viel für Konsumgüter aus, wie sie an Lohneinkommen eingenommen haben, fließt den Unternehmen genauso viel Geld wieder zu, wie sie vorher an Löhnen ausgezahlt haben. Die volkswirtschaftliche Gesamtersparnis ist weiterhin gleich der Höhe der Investitionen der Unternehmen.

Das Positive für die Unternehmen: Da sie einen Kredit zur Bezahlung zusätzlicher ArbeiterInnen für die Produktion von Investitionsgütern aufgenommen hatten, die Arbeiter aber ihre Gehälter per Kauf den Unternehmen wieder zur Verfügung stellen, können die Unternehmen ihre Schulden bei der Bank wieder tilgen. Allgemein ausgedrückt: Je *weniger* die Haushalte sparen, desto *mehr* Liquidität haben die Unternehmen und desto *weniger* Kredit brauchen sie! Das ist nun genau das Gegenteil dessen, was die *Loanable-Funds*-Theoretiker behaupten.

Noch klarer wird es, wenn wir annehmen, die Haushalte würden mehr ausgeben, als sie an Löhnen erhalten, also entsparen. Logisch notwendig bekommen die Unternehmen dann *mehr* Zahlungsmittel per Verkauf von Waren, als sie selbst an Löhnen ausgezahlt haben. Wenn sie in der nächsten Periode mehr ArbeiterInnen einstellen wollen, um zusätzliche Maschinen herzustellen, brauchen sie *gar keinen* Kredit mehr aufzunehmen!

Freilich müssen die Haushalte dann entweder ihr bestehendes Bruttogeldvermögen vermindern oder neue Schulden aufnehmen, also entsparen. Die höhere finanzielle Stabilität des Unternehmenssektors ginge besonders bei der Schuldenfinanzierung von Konsumgütern zulasten der finanziellen Gesundheit der Haushalte.

Schließlich nehmen wir an, die Haushalte würden ganz im Sinne der

Loanable-Funds-Theorie sparen und somit weniger ausgeben, als sie an Einkommen erhalten. Dann haben die Unternehmen logisch notwendig *weniger* Geld, als wenn die Haushalte nicht gespart hätten. In erster Instanz führt die Geldersparnis der Haushalte nicht zur höheren Kreditvergabe an die Unternehmen, sondern dazu, dass den Unternehmen nicht mehr so viel Geld zufließt, wie sie selbst ausgegeben haben.

Wollen die Unternehmen trotz Defiziten ihre Ausgaben aufrechterhalten, *müssten* sie mehr Kredit aufnehmen. Damit würden sie aber ihre Solvenz verringern. Sie würden sich auf höhere Zinszahlungen und damit höhere Ausgaben in der Zukunft verpflichten. Das aber würde ihr Risiko erhöhen, zahlungsunfähig zu werden und würde somit ihre Bonität mindern. Mögliche Kreditgeber – ob Haushalte oder Banken – werden eher zögern, den Unternehmen ihr Geld zu leihen. Sie werden sich das höhere Risiko wahrscheinlich durch *höhere* Zinsen abgelten lassen.

Auch dieser Schluss steht wieder in hartem Kontrast zu den Folgerungen der *Loanable-Funds*-Theoretiker. Diese nehmen ja an, durch Sparen stünde mehr Geld auf den Finanzmärkten zur Verfügung, was die Zinsen senken und Unternehmen zur Kreditaufnahme und höheren Investitionen motivieren würde.

Aber durch das Sparen ist ja nicht mehr Geld vorhanden, das die Banken jetzt irgendwohin verleihen könnten. Was die Haushalte mehr haben, haben die Unternehmen um genau den gleichen Betrag weniger. Durch die Geldersparnis der Haushalte steht nicht mehr Geld zur Verfügung, es ist nur anders verteilt.

Alle Schlüsse gelten genauso, wenn in unsere Modellwirtschaft noch das Ausland und der Staat aufgenommen werden: Senkt der Staat seine Ausgaben, um selbst zu sparen, verringert er notwendig die Einnahmen des Rests der Wirtschaft, also des Privatsektors. Streicht er Aufträge und Subventionen, haben die Unternehmen weniger Einnahmen und Geld; streicht er Sozialtransfers und öffentliche Leistungen, haben die Haushalte weniger Einnahmen und Geld. Wenn das Ausland weniger kauft, fallen die Exporte etc.

Insgesamt macht das Beispiel deutlich, dass die Ersparnis *Folge* der Kreditgewährung war und nicht umgekehrt: Hätte das Unternehmen den Kredit nicht bekommen, hätte es keine Ausgaben finanzieren können, und die Haushalte hätten kein Einkommen. Ohne Einkommen hätten sie auch nicht sparen können. Ohne den Kredit hätte das Unternehmen auch keine Maschine bauen können, sodass – ob die Haushalte nun sparen, nicht sparen oder entsparen – die gesamtwirtschaftliche Ersparnis null gewesen wäre.

2.3 Geldersparnis in den USA vor und nach der Krise

Die Entwicklung in den USA vor und nach der Großen Rezession der Jahre 2008/2009 war ein ideales Experiment, um die Folgen der Veränderung der Geldersparnis der Haushalte und des Staates für die Unternehmen zu illustrieren.

Aus der vorherigen Diskussion und Tabelle 3 wissen wir, dass die Einkommen der Unternehmen gleich ihrer Ersparnis sind (weil Unternehmen nicht konsumieren), die Ersparnis sich aus Sachvermögensbildung und Nettogeldvermögensbildung zusammensetzt und gleich dem Unternehmensgewinn ist:

$$10) \quad Y_U = I_U + \Delta ngv_U$$

Ferner wissen wir, dass sich die Nettogeldvermögensänderung aller Sektoren (Unternehmen, U , Haushalte, H , Staat, St , und Ausland, $Ausl$) zu null addiert, weil jede Ausgabe einer Wirtschaftlerin die Einnahme einer anderen Wirtschaftlerin ist:

$$11) \quad 0 = (Einnahme_U - Ausgabe_U) + (Einnahme_H - Ausgabe_H) + (Einnahme_{St} - Ausgabe_{St}) + (Einnahme_{Ausl} - Ausgabe_{Ausl}) = \Delta ngv_U + \Delta ngv_H + \Delta ngv_{St} + \Delta ngv_{Ausl}$$

Löst man 11) nach der Nettogeldvermögensbildung der Unternehmen auf und setzt das in die Definitionsgleichung zum Unternehmensgewinn 10) ein, ergibt sich, dass der Unternehmensgewinn gleich der Sachvermögensbildung des Unternehmenssektors (seine Investitionen) abzüglich der Geldersparnis aller anderen Sektoren ist:

$$12) \quad Y_U = I_U - \Delta ngv_H - \Delta ngv_{St} - \Delta ngv_{Ausl}$$

Da die Nettogeldvermögensbildung genau den Ausgabe-Einnahme-Salden entspricht, bedeutet Gleichung 12), dass eine positive (negative) Nettogeldersparnis der anderen Sektoren *immer* einer negativen (positiven) Nettogeldersparnis des Unternehmenssektors entspricht. Sparen die anderen Sektoren, indem sie weniger ausgeben als sie einnehmen, entspart der Unternehmenssektor im gleichen Maße und gibt mehr aus, als er einnimmt.

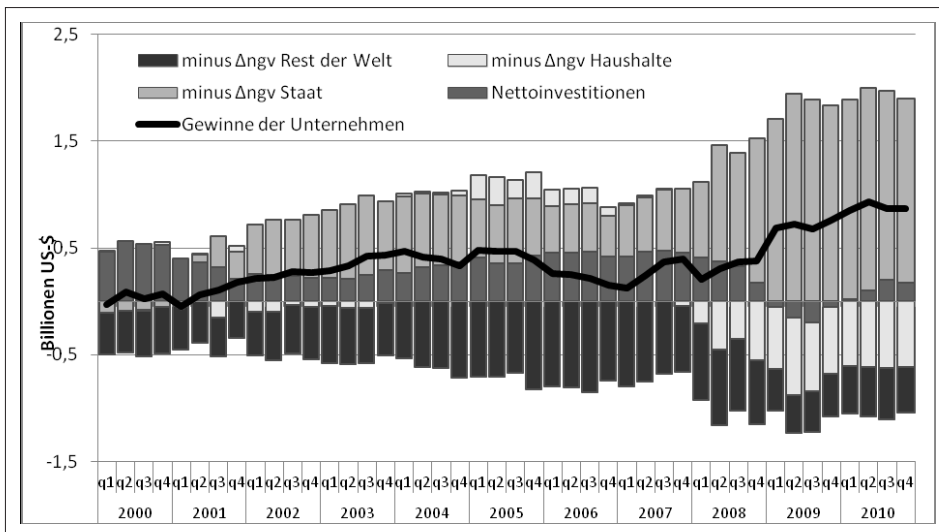
Das Sparen aller andern Sektoren *vermindert* also (bei gleich bleibenden Investitionen) die Gewinne der Unternehmen; das Entsparen aber *erhöht* sie.¹⁶ Hinter diesen Aussagen steht keine Verhaltensannahme, sondern alle Gleichungen sind *immer gültige* Identitäten.

Abbildung 1 zeigt auf Grundlage der US-Finanzierungsrechnung (der *Flow of Funds*) die Zusammensetzung der Gewinne der US-Unternehmen. Alle Balken addieren sich genau zu den Gewinnen der Unternehmen, die als schwarze Linie dargestellt werden. Daraus geht deutlich hervor, wie die Defizite des Staates und die Überschüsse des Auslands (die den Defiziten der USA entsprechen) genau umgekehrt gewirkt haben, wie

es die Vertreter der *Loanable-Funds*-Doktrin meinen: Realisiert der Staat ein Defizit – gibt er mehr aus, als er einnimmt –, *erhöht* er eins zu eins die Unternehmensgewinne und damit die Möglichkeit der Unternehmen, ihre Investitionen aus einbehaltenen Gewinnen zu finanzieren. Sie müssen dann weniger Kredit aufnehmen.

Umgekehrt haben die staatlichen Überschüsse der späten 1990er-Jahre und des Jahres 2000 die Gewinne eins zu eins *vermindert*. Im ersten Quartal 2000 waren sie sogar leicht negativ. Da niemand in der Wirtschaft entsparen wollte – die Salden der Haushalte und des Staates waren ausgeglichen –, ist es kein Wunder, dass die Unternehmen kaum mehr Barreserven hatten, um Dividenden auszuschütten, sodass im März 2000 die Aktienpreisblase platzte. Erst als die staatlichen Defizite unter George Bush wieder stiegen, erholten sich auch die Unternehmensgewinne.

Abbildung 1: Gewinne der US-Unternehmen



Quelle: Federal Reserve Flow of Funds, eigene Berechnungen.

Weiter erkennt man, dass die positive Ersparnis der Haushalte zwischen 2001 und 2003 die Unternehmensgewinne *verringert* hat. Umgekehrt hat das Entsparen der Haushalte zwischen 2004 und 2007 die Gewinne *erhöht*. Das Gros ihrer Defizite haben die Haushalte durch Schuldenaufnahme finanziert. Die höhere finanzielle Stabilität der Unternehmen ist also durch die stetige Verschlechterung der finanziellen Stabilität der Haushalte erkauft worden.

Als die Haushalte keine Kredite mehr bekamen, mussten sie plötzlich anfangen zu sparen, um ihre Schulden abzubauen. Der starke Fall der Haushaltsausgaben für Konsumgüter und Immobilien war der Auslöser

der Großen Rezession. Dass der Staat ein Defizit akzeptiert hat, indem er seine Ausgaben nicht im gleichen Maße verringert hat, wie seine Steuereinnahmen gefallen sind, hat die Gewinne der Unternehmen wieder *erhöht*.

Auch ab 2008 sieht man wieder: Der Staat hat die Liquidität der Unternehmen durch seine Defizite nicht verringert, sondern ganz im Gegenteil enorm erhöht. Die Defizite des Staates haben den US-Unternehmen seit 2008 trotz Wirtschaftskrise zur Rekordgewinnen verholfen, während sie ihre Investitionen stark eingeschränkt haben.

Auch sieht man in Abbildung 1 keine positive Korrelation zwischen dem Geldsparen der Haushalte und den Unternehmensinvestitionen, an die die *Loanable-Funds*-Theoretiker glauben, eher im Gegenteil: Als die Haushaltsersparnis in den Jahren 2001 bis 2003 und dann ab 2008 gestiegen ist, sind die Investitionen *gesunken*. Das ist nicht weiter verwunderlich, schließlich macht es wenig Sinn, bei einem Einbrechen des Absatzes zusätzliche Produktionskapazitäten aufzubauen.

Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass kaum etwas so ist, wie die *Loanable-Funds*-Theoretiker es glauben:

- Zur Kreditvergabe ist keine Ersparnis notwendig.
- Es ist eher umgekehrt: Damit jemand Ersparnis bilden kann, müssen vorher Kredite vergeben werden.
- Das höhere Geldsparen einer Gruppe von Wirtschaftern führt dazu, dass der Rest der Wirtschaft *weniger* und *nicht* mehr Geld (präziser: Nettogeldvermögen) hat.
- Es gibt keine notwendige Korrelation zwischen der Geldersparnis der Haushalte oder sonst einer Gruppe von Wirtschaftern und der gesamten Sachvermögensbildung.

Alle diese Sätze gelten sowohl für Beziehungen von WirtschaftlerInnen innerhalb eines Landes als auch zwischen WirtschaftlerInnen verschiedener Länder. Wie genau die Defizite der verschiedenen WirtschaftlerInnen in den USA – des Landes insgesamt sowie der privaten US-Haushalte – finanziert wurden, wird im nächsten Teil genau erläutert. Es wird gezeigt, dass weder die Haushalte noch die gesamte USA wesentlich auf Finanzierung aus dem Ausland angewiesen waren, auch wenn die USA ihre Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland stark erhöht haben.

3. Bernankes *Saving Glut* und die Finanzierung der USA

3.1 Die USA sind nicht auf Kredite aus dem Ausland angewiesen

Nach der *Saving Glut*-These, die von der Identität von Sparen und Kreditvergabe ausgeht, seien die USA auf Kredit aus dem Ausland angewiesen. In der Realität ist das aber nicht der Fall, weil der Großteil der Welt den US-Dollar als Zahlungsmittel akzeptiert. Den Dollar kann aber in letz-

ter Instanz nur die US-Zentralbank herstellen, keine andere Zentralbank. Warum sollten die USA in ihrer Gesamtheit auf Geld angewiesen sein, dass sie selbst umsonst und ohne Beschränkung herstellen können?

Der US-Dollar ist die weltweite Reservewährung. Der Großteil der internationalen Transaktionen sowohl im Warenhandel als auch auf den internationalen Finanzmärkten ist in Dollar denominiert– selbst bei Transaktionen, bei denen kein Amerikaner Partei ist. Zum Beispiel werden zwischen den südostasiatischen Ländern über 80% der Export- und Importrechnungen in Dollar ausgestellt. Selbst in den europäischen Ländern werden noch an die 30% der Exporte und Importe in Dollar berechnet.¹⁷ Auch die wichtigen Rohstoffe wie Öl oder Weizen werden in Dollar gehandelt. Der Großteil – über 50% im Jahr 2012 – der international emittierten Anleihen sind in Dollar denominiert.¹⁸ 90% aller Devisentransaktionen beinhalten den Dollar.¹⁹

Das heißt, selbst wenn kein Amerikaner involviert ist, brauchen Nicht-Amerikaner US-Dollar für die Begleichung ihrer Zahlungen gegenüber anderen Nicht-Amerikanern. Das führt dazu, dass Nicht-Amerikaner Dollar nachfragen und auch bei Transaktionen mit Amerikanern Dollar als Zahlungsmittel akzeptieren. Der Rest der Welt erhält netto aber nur US-Dollar, wenn er sie durch Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber den USA verdient oder dort ausleiht.

Importiert etwa ein US-Amerikaner Waren aus China oder Südostasien, muss er sich weder in China noch in Südostasien Geld leihen, sondern bei seiner örtlichen US-Geschäftsbank. Nach dem gleichen Prinzip wie in Tabelle 2 richtet die ihm ein Konto ein, von dem aus er die Summe zur Begleichung seiner Importrechnung in das Exportland überweist. Die ausländischen Exporteure geben sich entweder damit zufrieden, nun über eine Einlage bei einer US-Geschäftsbank zu verfügen, oder sie wollen ihre Rechnung tatsächlich in Bargeld, also Zentralbankgeld, bezahlt bekommen. Die US-Geschäftsbank muss dann ihren Bestand an Zentralbankgeld verringern oder sich – in letzter Instanz bei der US-Zentralbank Fed – Zentralbankgeld leihen und dem Exporteur zahlen.

Da der Exporteur den Dollar als Zahlungsmittel akzeptiert, erhöht er sein Geldvermögen durch einen Leistungsbilanzüberschuss, der Amerikaner verringert seines durch ein Defizit. Da die Transaktion über Grenzen hinweg gegangen ist, hat die USA in ihrer Gesamtheit ihre Verbindlichkeiten erhöht: Bei Barzahlung sind die Dollar die Verbindlichkeit der US-Zentralbank, die jetzt von Ausländern gehalten werden; bei Überweisung der Bank ist die Verbindlichkeit eine Forderung von Ausländern gegenüber einer US-Geschäftsbank.

Wie auch immer gezahlt wird, die Verbindlichkeit der USA ist eine Forderung des chinesischen Exporteurs gegenüber den USA. Aber auch wenn die Verbindlichkeiten der USA gegenüber dem Ausland steigen: Der Im-

portüberschuss des Amerikaners wurde *nicht* von seinem ausländischen Handelspartner finanziert, sondern von der US-Bank. Das können Amerikaner so lange machen, wie Ausländer US-Dollar als Zahlungsmittel akzeptieren.

Auch hat der Exporteur seine Ersparnis nicht „exportiert“, sondern erst durch die Transaktion und die Annahme des Dollar *bilden* können. Hätte die US-Bank dem US-Importeur keinen Kredit gegeben, hätten die USA nichts im Ausland kaufen können und der Exporteur hätte keine Einnahmen und damit auch keine Geldersparnis realisieren können.

Natürlich können Ausländer, die durch Einnahmenüberschüsse gegenüber den USA oder durch Kreditaufnahme in den USA Dollar verdient oder geliehen haben, diese auch wieder in den USA verleihen. Es ist nicht ausgeschlossen, dass auch Ausländer Transaktionen von US-Inländern finanzieren. Das wird später noch genauer gezeigt.

Aber die USA in ihrer Gesamtheit sind nicht auf diese Kreditvergabe angewiesen. Wollte etwa China seine Währungsreserven nicht mehr in Form von US-Staatspapieren halten, seine Überschüsse also nicht mehr in den USA anlagen, kann die US-Zentralbank diese Papiere ohne Probleme aufkaufen und damit die Finanzierung des Staates sicherstellen. Im Rahmen des *Quantitative Easing* tut sie genau das.

Das heißt insgesamt, die USA sind nicht auf Kredite aus dem Ausland angewiesen. Wieder ist genau das Gegenteil dessen der Fall, was Vertreter der Theorie ausleihbarer Gelder behaupten: Nicht-Amerikaner sind auf US-Dollar angewiesen, denn für Nicht-Amerikaner sind die Dollar knapp, nicht für Amerikaner! Die USA können ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland so lange erhöhen, wie Ausländer den Dollar zur Zahlungsmittel akzeptieren. Die USA geben sich damit ständig selbst Kredit, auch wenn das dadurch geschaffene neue Geld im Ausland landet und Ausländer formal zu Gläubigern der USA werden.

So schreibt McKinnon (2001, S. 232) ganz richtig (und im Kontrast zu dem nur wenige Seiten vorher zu lesenden Satz, die USA seien auf die international beschränkte Ersparnis angewiesen):

„The closest analogy to the United States’ position is that of a central bank that issues fiat money within its own national monetary domain. Although banknotes and coins may formally be liabilities of the central bank, in practice they never have to be redeemed, because the private sector’s demand for domestic money is ongoing. Analogously, on an international scale, the collectivity that is the United States can issue to the rest of the world liquid claims on itself that „never“ have to be redeemed.“

Sparen die USA insgesamt mehr – reduzieren sie also ihre Importe relativ zu ihren Exporten –, ist klar, dass alle anderen Länder genau um den gleichen Betrag ihre Ersparnis *verringern* müssen, denn sie exportieren ja nun weniger in die USA. Das war ab der Finanzkrise 2008ff. genau der Fall

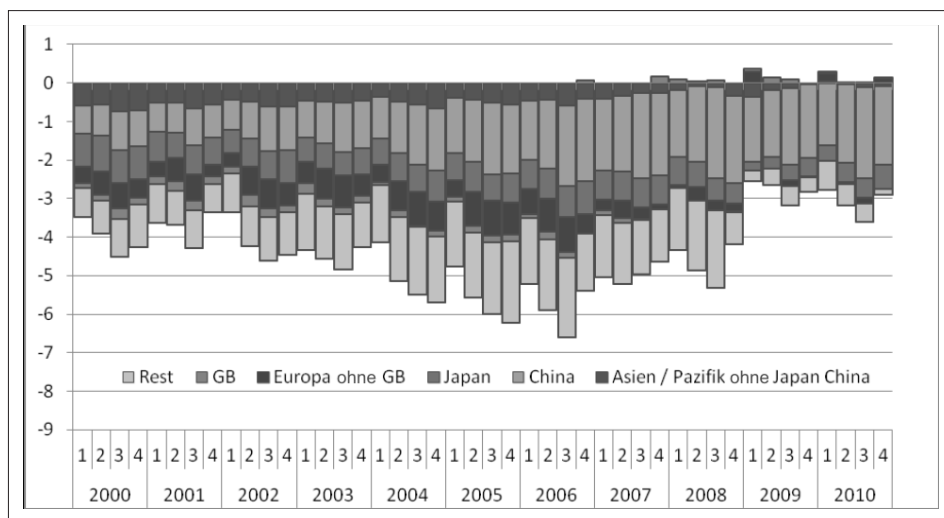
(siehe Abbildung 1). Im gleichen Maße verdienen dann Nicht-Amerikaner *weniger* Dollar. Laufen ihre Zahlungsverpflichtungen weiter auf Dollar, wären sie darauf angewiesen, sich diese in den USA zu leihen. In genau dem Maße erhöht sich aber auch ihre Anfälligkeit für ein plötzliches Versiegen der Dollarkredite. Das ist auch einer der Gründe, warum die ganze Welt und vor allem Europa so stark von der US-Finanzkrise erschüttert wurde. Das soll im Folgenden genauer erläutert werden.

3.2 Warum europäische Banken die größten Bruttogläubiger der USA sind

Die größten Auslandsgläubiger der USA sind nicht die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen gegenüber den USA wie China oder Japan – wie Bernanke mit seiner Sparschwemmen-These meint –, sondern europäische Länder, die oft ausgeglichene oder sogar defizitäre Leistungsbilanzsalden hatten. Das war auch die Grundlage für viel Kritik an Ben Bernankes *Saving-Glut-These*.²⁰

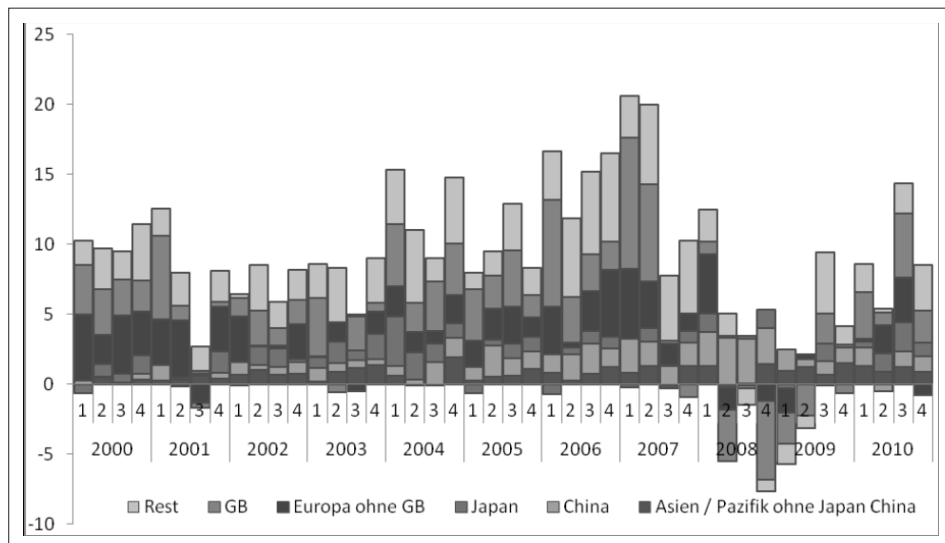
Abbildung 2 zeigt die Leistungsbilanzsalden der USA nach Regionen, Abbildung 3 den Aufbau von Verbindlichkeiten der USA (Forderungen des Rests der Welt gegenüber den USA) nach Regionen. Man sieht einen deutlichen Unterschied zwischen der regionalen Verteilung der Leistungsbilanzsalden und dem Forderungsaufbau: Die USA haben China und Japan gegenüber hohe Defizite, Großbritannien und dem Rest Europas gegenüber sehr viel geringere. Beim Aufbau der Forderungen verhält es sich umgekehrt: Das Gros der Forderungen gegenüber den USA haben Groß-

Abbildung 2: Leistungsbilanzsaldo nach Regionen in % des BIP



Quelle: Bureau of Economic Analysis (Macrobond).

Abbildung 3: Aufbau von Verbindlichkeiten der USA nach Gläubigerregionen in % des BIP



Quelle: Bureau of Economic Analysis (Macrobond).

britannien und das restliche Europa aufgebaut. China, Japan und der Rest der Asien-Pazifik-Region machen nur einen geringen Teil des Forderungsaufbaus aus.

Der Hauptteil dieses Forderungsaufbaus hat mit den Leistungsbilanzsalen nichts zu tun, sondern ist auf reine Finanztransaktionen zurückzuführen: Ein Beispiel für diese Transaktionen ist das Verhalten europäischer Banken, die US-amerikanischen Geldmarktfonds (*money market mutual funds*) besicherte Geldmarktpapiere (*asset-backed commercial papers*, ABCP) verkauft haben – sich also bei diesen Fonds verschuldet haben. Mit den so erhaltenen Dollar haben sie strukturierte US-Hypotheken von US-Investmentbanken gekauft. Europäische Banken sind damit zu Intermediären zwischen Amerikanern geworden und mussten sich, bevor sie in den USA Kredit gewährten, selbst dort verschulden.²¹

In Tabelle 4, die die Zahlungsbilanzen der involvierten WirtschaftlerInnen zeigt, wird der Vorgang in zwei Schritten gezeigt. In Schritt 1 führt der Verkauf der Geldmarktanleihe ($+\Delta\dot{u}f_{ABCP}$) zu einer Zunahme der US-Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern, da ja die europäische Bank die Dollar erhält (eine Forderung gegenüber den USA). Die Forderungen der USA gegenüber Ausländern steigen um den gleichen Betrag, weil der Geldmarktfonds nun die Geldmarktanleihe hält, die eine Verbindlichkeit der europäischen Bank ist ($+\Delta vb_{ABCP}$).

Überweist die europäische Bank in Schritt 2 das Geld wieder in die USA, um sich eine strukturierte Hypothekenanleihe zu kaufen ($+\Delta\dot{u}f_{CDO}$), ändert

sich die Höhe der US-Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten nicht, denn die USA führen insgesamt einen Passivtausch durch: die Dollar, die die Verbindlichkeit einer Bank sind (Zentralbank oder Geschäftsbank) werden gegen eine Verbindlichkeiten einer Investmentbank in Form einer strukturierten Hypothekenanleihe getauscht ($+\Delta vb_{CDO}$).

Die US-Investmentbank kauft mit dem Geld Hypotheken von Hypothekenbanken auf (in der Tabelle nicht gezeigt). Die Hypothekenbanken leihen das Geld dann US-Häuserkäufern usw. Über all diese Schritte sind europäische Banken Gläubiger von US-Amerikanern geworden. Aber der Dollar, der bei den Hypothekennehmern ankommt, ist nur über Europa umgeleitet worden, er kommt ursprünglich aus den USA – die doch nach *Loanable-Funds*-Sicht eigentlich gar nicht genug Ersparnis gehabt hätten, um so viele Kredite an europäische Banken vergeben zu können (siehe Abbildung 1).

Tabelle 4: Kapitalverkehrsbilanztransaktionen zwischen den USA und Europa

1. Geldmarktfonds kauft ABCP von europäischer Bank			
	USA		Europäische Bank
	a) Geldmarktfonds	b) US-Investmentbank	
1) Zahlungsmittel	$-\Delta m_{\$}$		$+\Delta m_{\$}$
2) Übrige Forderungen	$+\Delta üf_{ABCP}$		
3) Verbindlichkeiten			$+\Delta vb_{ABCP}$
2. Europäische Bank kauft strukturierte Hypothekenanleihe von US-Investmentbank			
	USA		Europäische Bank
	a) Geldmarktfonds	b) US-Investmentbank	
4) Zahlungsmittel		$+\Delta m_{\$}$	$-\Delta m_{\$}$
5) Übrige Forderungen			$+\Delta üf_{CDO}$
6) Verbindlichkeiten		$+\Delta vb_{CDO}$	

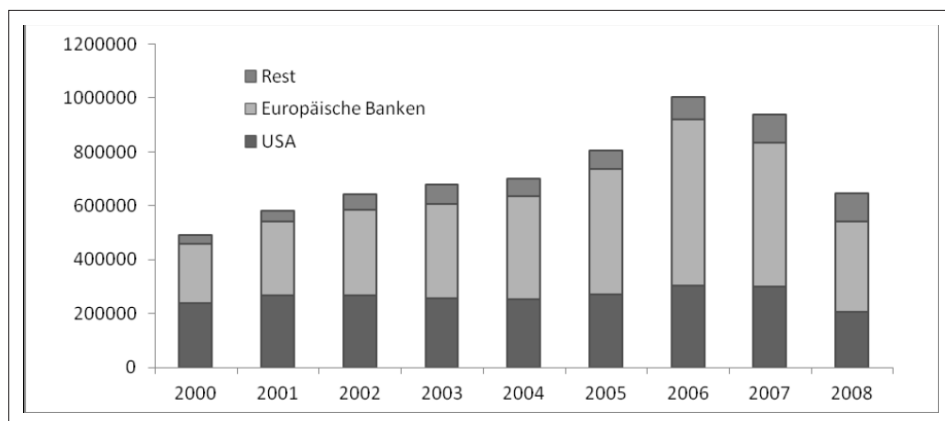
Es ist wieder klar: Für all diese reinen Finanztransaktionen, in der ein US-Geldmarktfonds europäischen Banken einen Kredit gewährt hat und diese wiederum den US-Investmentbanken, war keine Ersparnis nötig. Aber durch die Transaktionen sind die europäischen Banken zu den größten Auslandsgläubigern der USA geworden; die USA aber auch zu großen Gläubigern europäischer Banken.

Diese reinen Finanztransaktionen haben das Risiko der europäischen Banken stark erhöht. Die ABCP, mit denen sie sich vor allem bei den Geldmarktfonds verschuldet haben, sind sehr kurzfristige Finanzierungsinstrumente. Sie haben eine durchschnittliche Laufzeit von nur 90 Tagen.²² Die Zweckgesellschaften der europäischen Banken, die damit (indirekt über strukturierte Hypothekenverschreibungen) Hypotheken von teilweise 30-

jähriger Laufzeit finanzierten, mussten sich dementsprechend immer wieder über den Dollar-Geldmarkt und die Neuauflage von ABCP refinanzieren. Sie waren also ständig darauf angewiesen, sich in kurzen Abständen erneut Dollar zu leihen.

Wie Daten zur ABCP-Finanzierung nach Regionen von Acharya und Schnabl (2010) zeigen, waren vor allem europäische Banken in ABCP verschuldet, mehr noch als US-Banken (Abbildung 4). Unter den europäischen Banken waren das vor allem deutsche und britische Banken.

Abbildung 4: Verschuldung in *Asset-Backed Commercial Papers* nach Region der Bank, in Mrd. US-Dollar



Quelle: Acharya und Schnabl (2010).

Nachdem die Häuserpreise in den USA anfangen zu fallen und zunehmend Hypothekenschuldner insolvent wurden, verloren die US-Geldmarktfonds zusehends das Vertrauen, dass die ABCP, deren Erträge von den Erträgen der Hypotheken abhingen, noch risikolos seien, und waren nicht mehr bereit, auslaufende ABCP zu verlängern. Das brachte 2007 zuerst die deutsche IKB in Bedrängnis, deren Zweckgesellschaft keine Refinanzierung mehr fand und damit ohne staatliche Rettung insolvent gewesen wäre. Kurz darauf bekam auch die französische Bank BNP Paribas Probleme mit ihrer Refinanzierung.

Das heißt, zuerst wurden nicht chinesische oder andere Banken aus den Leistungsbilanzüberschussländern von der US-Krise getroffen – und noch nicht mal US-Banken –, sondern europäische Banken. Die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen gegenüber den USA waren kaum im Markt für strukturierte Hypotheken engagiert.

Dass europäische Banken in Dollar verschuldet waren und ihre Forderungen in Dollar im Laufe der Häusermarktkrise immer mehr an Wert verloren, bedeutete, sie brauchten auch Dollar, um ihren Zahlungsverpflich-

tungen gegenüber ihren US-Schuldner (den Geldmarktfonds) nachzukommen.

Als die privaten US-Gläubiger nicht mehr zur kurzfristigen Kreditvergabe bereit waren, ersetzte die US-Zentralbank Federal Reserve die Finanzierung. Über die sog. „Term Auction Facility“ (TAF) stellte sie ab Ende 2007 kurzfristige Dollar-Kredite zur Verfügung, die vor allem die US-Niederlassungen europäischer Banken nutzen. Britische Banken (z. B. Barclays, RBS, Bank of Scotland) und deutsche Banken (darunter viele Landesbanken) nahmen einen Großteil der kurzfristigen Kredite in Anspruch.²³ Nach der Pleite der Investment Bank Lehman Brothers im September 2008 erhielten europäische Banken auch durch ihre nationalen Zentralbanken Dollar-Kredite, die sie sich von der Federal Reserve liehen. Das heißt, auch bei reinen Finanztransaktionen gilt: Die USA geben sich in letzter Instanz selbst Kredit.

Keine Ersparnis hat in irgendeinem Moment die Kredite an die USA und an europäische Banken begrenzt. Die Kreditvergabe der europäischen Banken war abhängig von ihrer Einschätzung der Risiken, von der Bankenregulierung und der Verfügbarkeit von US-Dollar. Interessanterweise war die Regulierung europäischer Geschäftsbanken sehr viel laxer als die amerikanischer Geschäftsbanken (nicht freilich amerikanischer Investmentbanken). Besonders deutsche und britische Banken konnten fast ohne Kapital Zweckgesellschaften aufbauen, die zur Finanzierung strukturierter Hypothekenkredite kurzfristige ABCP emittierten.²⁴

Will man das Kreditangebot erklären, darf man sich also nicht auf die Ersparnis konzentrieren, sondern auf die Regulierung. Die Ersparnis, bzw. genau das Entsparen der US-Haushalte, war *Folge* des reichlichen Kredits. Ohne den Kredit hätten die Haushalte keine Ausgabenüberschüsse finanzieren können, hätten also gar nicht entsparen können.

4. Zusammenfassung

Wichtige und einflussreiche Vertreter der *Mainstream*-Volkswirtschaftslehre glauben noch immer an die These, die Ersparnis limitiere in irgendeiner Weise den Kredit.

Diese Sicht ist weder logisch noch empirisch aufrechtzuerhalten. Sie folgt aus einer reinen „Problemverschlingung“. Die Krediterzeugung ist eine reine Finanztransaktion, der keine Ersparnis vorausgeht, und die Geldersparnis einer Gruppe von WirtschaftserInnen verringert *immer* die Geldersparnis aller anderen WirtschaftserInnen. Bilden Haushalte oder der Staat also mehr Nettogeldvermögen durch Ausgabenzurückhaltung, *verringern* sie die Liquidität des Unternehmenssektors, ohne dass nur ein Kredit vergeben worden wäre.

Dass die gesamtwirtschaftliche Ersparnis gleich der Sachvermögensbildung ist, hat nichts damit zu tun, dass Haushalte ihre Geldersparnisse in irgendeiner Weise über das Bankensystem den Unternehmen zur Verfügung stellen. Es ist die Folge davon, dass die Nettogeldersparnis in der Gesamtwirtschaft immer null ist, wie hoch auch immer die Geldersparnis einzelner Wirtschaftseinheiten ist.

Am Fall von Ben Bernankes These weltweiter Ersparnisschwemme wird das besonders deutlich: Die USA mussten nicht auf knappe Ersparnisse aus dem Rest der Welt zurückgreifen, um ihre Häuserinvestitionen zu finanzieren. Die Häuser wurden in letzter Instanz immer durch Kredit aus den USA finanziert, auch wenn sich europäische Banken wegen der in Europa besonders laxen Regulierung als Intermediäre betätigt haben.

Auch zur Realisierung ihrer Importüberschüsse sind die USA nicht auf Kredit und noch weniger auf Ersparnis aus dem Ausland angewiesen. Sie produzieren selbst die Reservewährung, die für alle Nicht-Amerikaner knapp ist. So ist es kein Wunder, dass in der Finanzkrise die US-Zentralbank als Kreditgeber letzter Instanz für europäische Banken einspringen musste.

Kritisiert man zu Recht die zu hohe Kreditvergabe vor der Krise, darf man nicht auf die Höhe der Geldersparnis der Haushalte oder des Staates als Ursache schauen. Die Ausgabenüberschüsse (das Entsparen) der US-Haushalte, aber auch europäischer Volkswirtschaften wie Spanien, Irland oder Griechenland waren *Folge* der reichlich und billig angebotenen Kredite, nicht deren Ursache.²⁵ Das heißt, die Banken- und Finanzmarktregulierung müsste in den Mittelpunkt der politischen und wirtschaftlichen Debatte gestellt werden.

Wie gefährlich die „Spartopftheorie“ des Kredits ist, zeigt sich in der aktuellen Eurokrise. Die durch die Troika oktroyierte staatliche Austeritätspolitik in Europa gepaart mit der Sparanstrengung von Haushalten, die ihre Hypothekenkredite verringern müssen, hat zu einer schweren Rezession geführt, die die Legitimität des europäischen Einigungsprozesses untergräbt. Es müsste heute klar ersichtlich sein, dass die kontraproduktive staatliche Defizitreduzierung den Unternehmen eben *nicht* den Weg zu neuen Krediten freimacht, sondern ihnen ganz im Gegenteil Liquidität entzieht und sie in die Insolvenz treibt.

Europa hat die Lehren aus der Großen Depression der 1930er-Jahre vergessen. Auch damals wurde die angebliche Notwendigkeit staatlichen Sparens in der Krise durch die Spartopftheorie des Kredits legitimiert,²⁶ wie die Zitate Wilhelm Lautenbachs und Hans Gestricks in der Einleitung zeigen. Beide hatten selbst erlebt und studiert, wie diese Doktrin 1930 bis 1932 in Deutschland die Wirtschaftskrise verschärfte und wie sie den Grund für die Nazi-Herrschaft legte.

Dabei war das Tragische der Großen Depression in Deutschland, dass

nicht nur orthodoxe Wirtschaftswissenschaftler, sondern auch einflussreiche Sozialdemokraten wie etwa der ehemalige Finanzminister und marxistische Theoretiker Rudolf Hilferding gegen keynesianische Ausgabenprogramme argumentierten.²⁷ Genau solche Programme waren von Lautenbach zusammen mit einem der Begründer des Ordoliberalismus, Wilhelm Röpke, 1931 in der Brauns-Kommission als auch vom Dachverband der deutschen Gewerkschaften, vor allem von Wladimir Woytinsky, entwickelt und gefordert worden.

Die einzige Partei, die 1932 höhere Ausgaben des Staates zur Steigerung der Beschäftigung forderte, war die NSDAP. Was die demokratischen Parteien versäumten, wurde von Hitler und seinem Wirtschaftsminister Hjalmar Schacht umgesetzt. Der griff auf Teile der Pläne Lautenbachs und Woytinskys zurück und konnte durch die schnellen Beschäftigungserfolge die Nazi-Diktatur festigen. Auch im Ausland sprach man vor dem Krieg vom „deutschen Wirtschaftswunder“.²⁸ Joan Robinson schrieb dazu: *„I do not regard the Keynesian revolution as a great intellectual triumph. On the contrary, it was a tragedy because it came so late. Hitler had already found how to cure unemployment before Keynes had finished explaining why it occurred.“*²⁹ Die Verwechslung von Sparen und Kredit ist keine lässliche Sünde.

Anmerkungen

- ¹ Robertson (1934) siehe Bibow (2000) für einen historischen Überblick über die Entstehung dieser Theorie.
- ² Börsch-Supan und Gasche (2010).
- ³ Cochrane (2009), Fama (2009).
- ⁴ Lindner (2013b).
- ⁵ Mankiw (1997) 63.
- ⁶ Bernanke (2005).
- ⁷ Sinn (2010).
- ⁸ Lautenbach (1952) 95.
- ⁹ Gestrich (1947) 26f.
- ¹⁰ Etwa Kaiser (2008).
- ¹¹ Ebendort 25.
- ¹² Deutsche Bundesbank (2012).
- ¹³ Kaiser (2008).
- ¹⁴ Stobbe (1994) 197-199.
- ¹⁵ Ebendort 100f.
- ¹⁶ Das ist auch die Grundlage der Gewinngleichung von Kalecki (1942), die auch von Lautenbach (1952) formuliert wurde.
- ¹⁷ Goldberg und Tille (2006).
- ¹⁸ ECB (2013).
- ¹⁹ Ebd.
- ²⁰ Acharya und Schnabl (2010), Borio und Disyatat (2011), Shin (2012).
- ²¹ Acharya und Schnabl (2010), Shin (2012).

- ²² Brunnermeier (2009).
- ²³ Shin (2012).
- ²⁴ Acharya und Schnabl (2010).
- ²⁵ Lindner (2013a).
- ²⁶ Klausinger (2001).
- ²⁷ Garvey (1975).
- ²⁸ Bucerius (1947).
- ²⁹ Robinson (1972) 8.

Literatur

- Acharya, Viral V.; Schnabl, Philipp, Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09, in: IMF Economic Review 58/1 (2010) 37-73.
- Ball, Laurence; Mankiw, Gregory, What Do Budget Deficits Do? (Kansas City 1995).
- Bernanke, Ben, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit (= Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, VA, 2005).
- Bernanke, Ben, Monetary Policy and the Housing Bubble (Annual Meeting of the American Economic Association, 2010).
- Bibow, Jörg, The Loanable Funds Fallacy in Retrospect, in: History of Political Economy 32/4 (2000) 789-831.
- Borio, Claudio; Disyatat, Piti, Global Imbalances and the Financial Crisis: Ling or no Link? (= BIS Working Paper 346, 2011).
- Börsch-Supan, Axel; Gasche, Martin, Zur Sinnhaftigkeit der Riester-Rente (= MEA Working Paper 197, 2010).
- Brunnermeier, Markus K., Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, in: Journal of Economic Perspectives 23/1 (2009) 77-100.
- Bucerius, Gerd, Hintergründe eines Wirtschaftswunders, in: Die Zeit (3. April 1947).
- Cochrane, John H., Fiscal Stimulus, Fiscal Inflation, or Fiscal Fallacies? (= Working Paper, 2009).
- Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2007 bis 2012 (= Statistische Sonderveröffentlichung 4, Frankfurt am Main 2012).
- Donner, Otto, Die Grenzen der Staatsverschuldung, in: Weltwirtschaftliches Archiv 56 (1942) 183-226.
- ECB, The International Role of the Euro (Frankfurt a. M. 2013).
- Fama, Eugene F., Bailouts and Fiscal Stimulus, in: Fama/French Forum; <http://www.dimensional.com/famafrench/2009/01/bailouts-and-stimulus-plans.html> (2009).
- Garvey, George, Keynes and the Economic Activists of Pre-Hitler Germany, in: Journal of Political Economy 83/2 (1975) 391-405.
- Gestrich, Hans, Kredit und Sparen (Godesberg 1947).
- Godley, Wynne; Lavoie, Marc, Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth (New York 2007).
- Goldberg, Linda; Tille, Cédric, The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment (= Group of Thirty Occasional Paper 71, 2006).
- Kaiser, Dirk, Treasury Management. Betriebswirtschaftliche Grundlagen der Finanzierung und Investition (Wiesbaden 2008).
- Kalecki, Michal, A Theory of Profits, in: The Economic Journal 52/206-207 (1942) 258-267.
- Klausinger, Hansjörg, Gustav Stolper, Der deutsche Volkswirt, and the Controversy of Eco-

- conomic Policy at the End of the Weimar Republic, in: History of Political Economy 33/2 (2001) 241-267.
- Lautenbach, Wilhelm, Zins, Kredit und Produktion (Tübingen 1952).
- Lindner, Fabian, Banken treiben Eurokrise (= IMK Report 82, Düsseldorf 2013a).
- Lindner, Fabian, Does Saving Increase the Supply of Credit? A Critique of Loanable Funds Theory (= IMK Working Paper 120, Düsseldorf 2013b).
- Mankiw, Gregory, Macroeconomics (New York ³1997).
- Mckinnon, Ronald I., The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit, in: Brookings Papers on Economic Activity 1 (2001) 227-239.
- Minsky, Hyman, Stabilizing an Unstable Economy (New York 1986/2008).
- Robertson, Dennis H., Industrial Fluctuations and the Natural Rate of Interest, in: The Economic Journal 44/176 (1934) 650-656.
- Robinson, Joan, The Second Crisis of Economic Theory, in: The American Economic Review 62/1-2 (1972) 1-10.
- Shin, Hyun Song, Global Banking Glut and Loan Risk Premium, in: IMF Economic Review 60/2 (2012) 155-192.
- Sinn, Hans-Werner, Euro-Krise. Die Bedeutung des Gewährleistungsgesetzes für Deutschland und Europa, in: ifo Schnelldienst 63/10 (2010) 3-9.
- Stobbe, Alfred, Volkswirtschaftliches Rechnungswesen (Berlin-Heidelberg ⁸1994).
- Stützel, Wolfgang, Volkswirtschaftliche Saldenmechanik (Tübingen 1978).
- Stützel, Wolfgang, Paradoxa der Geld- und Konkurrenzwirtschaft (Aalen 1979).

Zusammenfassung

Unter der Mehrheit der *Mainstream*-ÖkonomInnen besteht Konsens, dass das Kreditangebot durch die laufende Ersparnis der Haushalte limitiert sei. Würde der Staat oder das Ausland durch Defizite die knappe Ersparnis absorbieren, könnten die Unternehmen keine Kredite mehr aufnehmen und müssten ihre Investitionen verringern. Dies ist die „*Loanable Funds*“-Theorie. Ben Bernankes „*Global Saving Glut*“-These setzt auf dieser Sicht auf: Danach seien die USA auf die knappen Ersparnisse Ostasiens und der rohstoffexportierenden Länder angewiesen gewesen, um ihren Immobilienboom zu finanzieren.

Der Artikel zeigt anhand einfacher Buchhaltungssätze, dass Kredit niemals durch laufende Ersparnis beschränkt ist, sondern oft genau umgekehrt gilt, dass die Möglichkeit, Ersparnis zu bilden, von der Kreditgewährung abhängt. Das zeigt sich auch im Verhältnis der USA zu ihren Handelspartnern und Gläubigern: Da Nicht-Amerikaner den US-Dollar als Zahlungsmittel akzeptieren, aber nur die USA Dollar herstellen können, verschulden sich Amerikaner zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite in letzter Instanz bei sich selbst. Jeden Dollar, den Nicht-Amerikaner in den USA investieren, mussten sie sich vorher in den USA verdienen oder leihen. Durch ihre Defizite erlauben die USA anderen Ländern erst, Einkommen und Ersparnis zu bilden.

Abstract

There is a consensus among the majority of economists that the credit supply is limited by current household saving. If governments or foreigners ran deficits, they would absorb this limited saving so that firms could not borrow any longer and had to reduce their investment. This is the „*Loanable Funds*“ theory. Ben Bernanke's „*Global Saving Glut*“ thesis is based on this view: according to Bernanke, the US depended on South East Asian and commodity exporting countries' scarce saving to finance the US real estate boom.

Using simple accounting rules, the article shows however that credit is never limited by current saving. Often, the exact opposite is true: people can only save after others have taken on credit and paid incomes. This is also the case with the US and its trade partners and creditors: since non-Americans accept the US-Dollar as a means of payment, which only the US can produce, Americans give credit to themselves to finance their current account deficits. Each Dollar that non-Americans invest in the US has either been earned or borrowed in the US before. By their deficits, the US does not absorb scarce saving but allows other countries to increase their income and saving.