ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Tichy, Gunther

Article

Verschuldungsbedarf und Sparüberschuss

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:
Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Tichy, Gunther (2014) : Verschuldungsbedarf und Sparüberschuss, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 40, Iss. 4, pp. 579-607

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/332939

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Verschuldungsbedarf und Sparüberschuss*

Gunther Tichy

Nicht bloß die politische, auch die wissenschaftliche Diskussion wird seit Längerem von der Problematik der Verschuldung bzw. Überschuldung geprägt. In Europa geht es dabei primär um die Verschuldung der öffentlichen Hand, vielfach auch um die Verschuldung der privaten Haushalte, gelegentlich sogar der Unternehmen. Angstvoll wird die Frage nach der „Schuldentragfähigkeit" gestellt. In den USA hingegen geht die Diskussion weniger um die dort keineswegs geringere öffentliche Verschuldung als um die volkswirtschaftliche (Gesamt-)Verschuldung. Das Leistungsbilanzdefizit wird dort zumeist nicht auf den eigenen Ausgabenüberschuss (= Importüberschuss) zurückgeführt, sondern auf den Sparüberschuss *(„savings glut")* der anderen, vor allem Chinas, zu einem geringeren Teil auch des sonstigen Südostasiens und Europas. Entsprechend unterschiedliche Konsequenzen werden auf den beiden Seiten des Atlantik gezogen: In Europa wird ein rascher Abbau vor allem der öffentlichen Schulden gefordert, in den USA hingegen eine Beseitigung der „weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte", sprich: nicht des *eigenen* Ausgabenüberschusses (Leistungsbilanzdefizit) sondern der Einnahmen-(= Leistungsbilanz-) Überschüsse der anderen (China, Japan, Europa).

Die unterschiedliche Einschätzung durchaus ähnlicher Tatbestände auf den beiden Seiten des Atlantik mag mit Hegemoniedifferenzen zu tun haben, sicherlich aber auch mit unterschiedlichem Selbstbewusstsein. Gemeinsam ist allerdings, dass zentrale volkswirtschaftliche Zusammenhänge und die Änderung zentraler Verhaltensweisen nicht richtig eingeschätzt werden. Einerseits übersieht man die triviale Identität, die erzwingt, dass Sparen *ex post* stets der tatsächlichen Verschuldung entsprechen muss. *Ex ante,* also in Bezug auf die jeweiligen Pläne, gilt das keineswegs: Wenn die Europäer die Staatsverschuldung abbauen wollen, müssen sie sich daher der Frage stellen, wer sein Verschuldungs- bzw. Sparverhalten ändern soll, um die neue *ex post*-Identität mit den *(ex ante-)* Plänen kompatibel zu machen. Andererseits werden sich die Amerikaner klar werden müssen, was unter einem weltwirtschaftlichen Gleichgewicht zu verstehen ist und ob (und warum) die Anpassung ausschließlich Aufgabe der Überschussländer sein sollte.[1] Andererseits ist nicht genügend be-

wusst geworden, dass die Welt seit geraumer Zeit nicht mehr an einer Knappheit an Kapital leidet sondern an einem Überschuss, das vielgefürchtete *Crowing-out,* die Verdrängung privater Investitionen durch Staatsausgaben, daher kein Problem unserer Tage – und wohl auch keines der Zukunft – ist.

Abschnitt 1 wird zeigen, dass sich die Finanzierungsstrukturen in den letzten hundert und mehr noch in den letzten fünfzig Jahren grundsätzlich geändert haben: Sparten früher so gut wie ausschließlich Unternehmer, um im eigenen Bereich zu investieren, wodurch Sparen (S) und Investieren (I) *ex ante* wie *ex post* automatisch gleich und Verschuldung (V) wie Forderungen (F) gering waren, stammt seither der Großteil der Ersparnisse von Nicht-Unternehmern, und zwar in Form von Einlagen oder Finanztiteln. Er muss durch einen Intermediationsprozess der Finanzinstitutionen in kreditfinanzierte Investitionen – also in Verschuldung der Unternehmer – transformiert werden. Abgesehen von den Problemen der Fristen- und Riskentransformation – die Nicht-Unternehmer-Ersparnisse sind großteils kurzfristig und „sicher" (= risikoavers), die Investitionsfinanzierung jedoch längerfristig und riskant – kann unter den Bedingungen von langsamem Wachstum, Unsicherheit und oligopolistischen Strukturen eine Tendenz zu Sparüberschüssen und zu Unterbeschäftigung entstehen. Das vor allem dann, wenn – wie seit Längerem zu beobachten – der Verschuldungsbedarf der Unternehmungen gering ist und die öffentliche Hand ihre Verschuldung reduzieren will. Abschnitt 2 beschäftigt sich mit der Frage, ob die potenziellen Sparüberschüsse durch den „klassischen" Mechanismus des Kapitalexports in weniger entwickelte Länder (also durch Leistungsbilanzüberschüsse der „Sparländer") kompensiert werden können. Es wird sich zeigen, dass das derzeit nicht funktioniert und vermutlich auch in der näheren Zukunft bestenfalls beschränkt möglich sein wird. Es besteht daher eine relativ große Wahrscheinlichkeit, dass die *ex ante*-Ungleichgewichte der Sparüberschüsse weiterhin bestehen bleiben – weltwirtschaftlich, aber auch innerhalb Europas. Abschnitt 3 schließlich diskutiert die Folgen, die sich aus den beiden untersuchten Trendänderungen für die Wirtschaftspolitik ergeben; diesbezüglich besteht allerdings noch erheblicher Forschungsbedarf.

1. $S = I$ und $F = V$ im Zeitalter des Massensparens

Wie bereits erwähnt, muss weltweit, wie in der geschlossenen Wirtschaft, Sparen *ex post* dem Investieren entsprechen und die Forderungen den Verpflichtungen (Schulden). In der offenen Wirtschaft müssen eventuelle Sparüberschüsse mit der Verschuldung des Auslands (Leistungsbilanzüberschuss des Inlands) übereinstimmen. Im Allgemeinen haben die

privaten Haushalte einen Sparüberschuss, dem eine zwangsläufig gleich große Verschuldung von Staat und Unternehmen entspricht (siehe dazu Abbildung 4 in Abschnitt 1.2.2), sofern die Leistungsbilanz ausgeglichen ist. Will die öffentliche Hand ihre Verschuldung verringern, müssen andere mehr Schulden eingehen oder weniger Ersparnisse bilden. Als Mechanismus, der die *(ex ante-)*Pläne mit den *ex post*-Identitäten in Übereinstimmung bringt, sieht die (neo)klassische Theorie den Zinssatz: Schuldenabbau des Staates lässt den Zinssatz sinken, was Investitionen attraktiver und Sparen weniger erstrebenswert macht. Allerdings reicht dieser Mechanismus in der Regel nicht aus, weil sich Investitionen ebenso wie Sparen als nicht besonders zinselastisch erwiesen, wie nicht zuletzt die gegenwärtige Periode extrem niedriger Zinssätze zeigt. Relevanter (und aktueller) ist daher die Anpassung der Pläne über die Nachfrage: Jeder Abbau von Staatsschulden impliziert eine Kürzung von Ausgaben oder eine Erhöhung von Einnahmen; in einem Fall sinkt die Nachfrage des Staates, im anderen die der Steuerzahler. Die daraus folgenden Einkommens- und Beschäftigungseinbußen führen üblicherweise zum Ausgleich der *ex ante*-Differenzen durch (erzwungenes) geringeres Sparen, seltener durch zusätzliche, dann aber zumeist ungewollte und damit nicht nachhaltige Verschuldung.

Ein Abbau der Staatsverschuldung ist somit ein keineswegs einfaches und unproblematisches Vorhaben. Warum ist der problematische Mechanismus der Anpassung so wenig bewusst? Warum werden seine unvermeidlichen Nebenwirkungen so wenig diskutiert, und warum wird die Verschuldung des Staates so negativ eingeschätzt? Drei Gründe scheinen dafür maßgebend zu sein: Zunächst die Analogie zur individuellen Verschuldung, die, wenn überhöht, zum Verlust der Existenz führen kann und deren Reduzierung kaum mit unerwünschten Nebenwirkungen verbunden ist. Zweitens die negative historische Erfahrung mit Kriegsschulden, die vor allem in Deutschland und Österreich, den beiden Staatsschulden-„feindlichsten" Ländern, nach wie vor lebendig ist.[2] Drittens schließlich die Tatsache, dass die Problematik potenzieller Sparüberschüsse relativ neu ist. Zwar haben schon früher Autoren – etwa Keynes (1936) oder Steindl (1982) – auf die Wahrscheinlichkeit von Spar*überschüssen* in wohlhabenden Gesellschaften hingewiesen. Der Mangel an Ersparnissen – Folge des hohen Investitionsbedarfs – der Fünfziger- bis Siebzigerjahre des vorigen Jahrhunderts ließ das jedoch als völlig unrealistisch erscheinen. Erst das wohlstandsbedingte Phänomen des kurzfristigen und risikoaversen Nicht-Unternehmer-Sparens, und, mehr noch, die rasch abnehmende Verschuldungsneigung der Unternehmen haben, gemeinsam mit den Sparüberschüssen der Schwellenländer, das Phänomen des Übersparens entstehen lassen.

1.1 *S* = *I* und Verschuldung in der Vergangenheit

Das Problem der Ansammlung von *Finanz*kapital und, als unvermeidliches Korrelat, der breiten Verschuldung ist relativ neu. In der Vergangenheit dominierten die Bildung von Realkapital im jeweiligen Unternehmen via Selbstfinanzierung und, sofern darüber hinaus Überschüsse erzielt wurden, die Anlage in Grund und Boden.[3] Umfangreicheres verfügbares Kapital wurde allein im Überseehandel gebildet; die Händler investierten es teils in weitere Handelsreisen, teils in die Absatzfinanzierung.[4] Der Kapitalbedarf der Produktionsunternehmen war selbst in den ersten Phasen der Industriellen Revolution gering [5] und noch im 19. Jahrhundert zu drei Viertel selbstfinanziert.[6] Fremdfinanzierung war bei Unternehmern wie Banken (die ohnedies erst gegen Ende des 19. Jahrhunderts eine gewisse Bedeutung erlangten[7]) unbeliebt: Erstere sorgten sich um ihre Unabhängigkeit,[8] Letztere misstrauten den Unternehmern, einerseits weil sie von Produktionsunternehmen nichts verstanden,[9] andererseits weil ihnen die Unternehmer gesellschaftlich fern standen.[10] Überdies hielten sie sich an die Goldene Bankregel (keine Fristentransformation) und vergaben, angesichts des geringen Volumens und der Kurzfristigkeit ihrer Einlagen, bloß Warenkredite in Form des Diskonts von Warenwechseln.[11] Die Übereinstimmung von Sparen und Investieren war unter diesen Voraussetzungen auch *ex ante* weitgehend gesichert, weil sich die Finanzierung der Unternehmens- wie der Infrastrukturinvestitionen an den jeweils vorhandenen Ersparnissen der Unternehmer bzw. der wenigen sonstigen Anleger ausrichtete.[12] Erst in den späteren Phasen der Industriellen Revolution überstieg der Investitionsbedarf die Ersparnis und wurde einerseits durch ausländisches – im Fall Englands holländisches – Kapital finanziert,[13] andererseits durch Aktien, die vom gehobenen Bürgertum und vom Adel gekauft wurden – somit ohne Intermediation (und damit Verschuldung). *„The English banking system does not appear to have been fully equipped to cope with the needs of modernised (and therefore generally larger) industrial units. The merchant bankers were much more interested in larger-scale international trade and its concomitant financial transactions."*[14]

Sparen der Nicht-Unternehmer spielte bis in das dritte Viertel des 19. Jahrhunderts keine wesentliche Rolle.[15] Die Zahl der Unselbstständigen war relativ zu heute gering, und die meisten Einkommen reichten gerade zur Deckung der Grundbedürfnisse.[16] Die Lohnquote war um gut ein Drittel niedriger als heute. Die ersten Sparkassen und Kreditgenossenschaften wurden im letzten Viertel des 18. Jahrhunderts mit sozialpolitischer Absicht gegründet, was in den Statuten sehr deutlich zum Ausdruck kommt. Die Sparkassen sollten die Sparsamkeit der „Dienstboten und Taglöhner" fördern,[17] die Kreditgenossenschaften dem Kapitalmangel der Kleinunternehmen abhelfen. Mit steigenden Einkommen und zunehmen-

der Bedeutung der Geldwirtschaft änderte sich das Finanzierungssystem: 1913 erreichten die Sparkassen, die Pioniere des Massensparens, und die Genossenschaften, die Pioniere des Kleinkredits, in Deutschland bereits einen Marktanteil von jeweils einem Drittel und hatten damit mit den Banken gleichgezogen.[18] 1936 war der Marktanteil der Sparkassen (in Österreich) bereits auf zwei Fünftel gestiegen, und die Spareinlagen machten etwa ein Viertel des BIP aus,[19] in den Neunzigerjahren bereits zwei Drittel.[20]

Die Strukturänderung des Sparens formte das System insofern um, als der Anteil des *Finanz*vermögens erheblich zunahm: Die Aktiva der Finanzinstitutionen machten um 1800 schätzungsweise ein Zehntel des Gesamtvermögens aus, 1939 ein Viertel,[21] heute etwa zwei Drittel; ein großer Teil davon entfällt auf zumindest formal kurzfristige und risikoaverse Anlagen. Um für reale Investitionen brauchbar zu sein, bedarf es der Intermediation der Finanzinstitutionen in Form einer Fristen- und Risikentransformation. Diese erfolgt allerdings keineswegs automatisch und tendiert zur Prozyklik: In Zeiten, die, zu Recht oder Unrecht, als gut eingeschätzt werden – wie etwa die Periode der *„Great Moderation"* um die Mitte der Achtzigerjahre –, transformieren die Finanzinstitutionen vielfach exzessiv, in und nach Finanzkrisen hingegen mit großer Zurückhaltung.[22] Die Wahrscheinlichkeit von Differenzen zwischen geplantem Sparen und geplantem Investieren und deren Dimension nahm durch den wesentlich höheren Anteil des Nicht-Unternehmer-Sparens erheblich zu. Seit dem Ende des vorigen Jahrhunderts wurde das Problem durch die Sparüberschüsse der Schwellenländer weiter verschärft.

1.2 Der weltweite Sparüberschuss *(savings glut)* als neues Problem

Ein generelles, weltweites Überangebot an Ersparnissen wird in der U.S.-amerikanischen Literatur in Form der *savings glut*-Hypothese vielfach für das amerikanische Leistungsbilanz- und Budgetdefizit und die weltweit niedrigen Zinssätze verantwortlich gemacht.[23] Maßgebend dafür ist gemäß dieser Hypothese allerdings weniger das im vorhergehenden Abschnitt behandelte Überangebot kurzfristiger und risikoaverser Nicht-Unternehmer-Ersparnisse als vielmehr die Akkumulation von Reserven, sei es durch die merkantilistische Politik Chinas,[24] sei es durch ein Vorsichts- bzw. Selbstversicherungsmotiv der von der Südostasien-Krise betroffenen Länder,[25] sei es – zu einem geringeren Maß – auch durch die Niedriglohnpolitik in Deutschland. Sie ließen in den jeweiligen Ländern Export-(= Spar-)Überschüsse entstehen, denen U.S.-amerikanische Leistungsbilanzdefizite entsprächen; die Anlage der Exportüberschüsse auf den westlichen Finanzmärkten drücke die Zinssätze.

Der Ansatz ist selbst in den USA umstritten. Zum Teil übersehen selbst

berühmte Volkswirte, dass eine Sparschwemme *(savings glut)* nicht zwangsläufig auf eine Zunahme der Ersparnis zurückgeht, sondern dass es vielmehr auf den Überschuss der *geplanten* Ersparnis über die *geplante* Investition ankommt.[26] Manche Autoren machen nicht eine Sparschwemme sondern eine Investitionszurückhaltung *(investment drought)* für die Probleme verantwortlich,[27] manche die amerikanische Übernachfrage,[28] manche die amerikanische Produktivitätssteigerung,[29] manche eine Liquiditäts- und Bankenschwemme *(banking glut)* als Folge der viel zu expansiven U.S.-amerikanischen Geldpolitik,[30] andere einen Konsumboom als Folge von (exogenen) Blasen.[31] Tatsächlich dürften alle diese Faktoren an dem derzeit unbestreitbaren Überschuss des weltweit geplanten Sparens über die geplanten Investitionen beitragen. Die niedrigen Zinssätze und die anhaltende Rezession sind die Folgen des unvermeidlich rezessiven Angleichungsprozesses von Sparen und Investieren im Wege sinkender Nachfrage und abnehmender Sparfähigkeit.

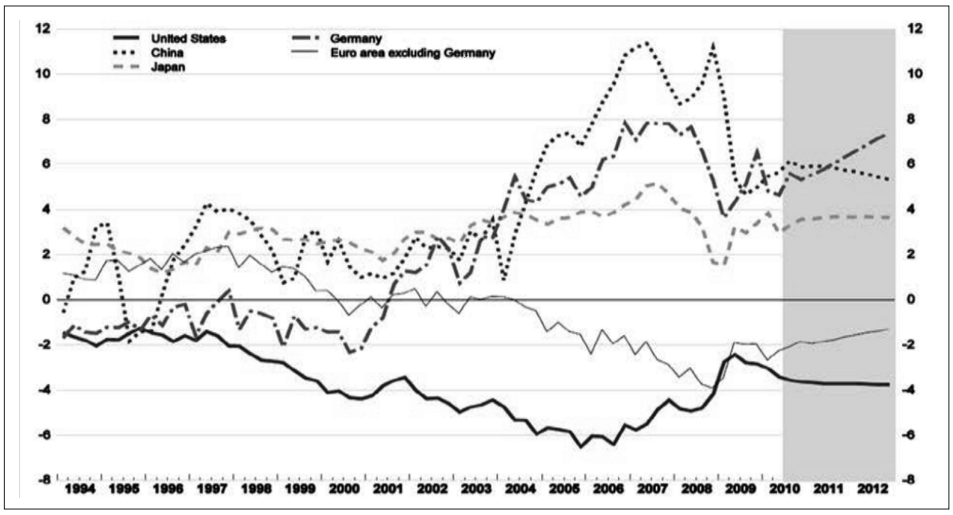
Als Folge dieses rezessiven Anpassungsprozesses entspricht der gegenwärtige *ex post*-Ausgleich von Sparen und Investieren keineswegs den Planungen der meisten Akteure. Weder sind die Länder mit den „weltwirtschaftlichen Leistungsbilanz-Ungleichgewichten“ zufrieden, noch die meisten Regierungen mit ihrer Verschuldung, noch viele Haushalte mit ihren stagnierenden oder schrumpfenden Einkommen und den niedrigen Zinsen, von den Arbeitslosen nicht zu reden. Insofern herrscht derzeit tatsächlich – unbeschadet ihrer Verursachung – eine weltweite Sparschwemme, ein weltweiter Überschuss des geplanten Sparens über die geplante (oder akzeptierte) Verschuldung. Kann und wird es früher oder später zu einer Angleichung der Spar- und Investitions*pläne* kommen, und wie könnte ein solcher Anpassungsprozess aussehen?

1.2.1 Wenig Indizien für deutliche Reduzierung der Sparpläne

Untersucht man die einzelnen regionalen und kausalen Ursachen des weltweiten Sparüberschusses, zeigen sich Indizien für eine bestenfalls mäßige Reduzierung. Eine der wesentlichen Ursachen für die den Investitionsbedarf weltweit überschießenden Sparpläne – die Verlagerung des globalen Wachstums zugunsten der sparintensiven Länder Ost- und Südostasiens – wird sicherlich anhalten; damit aber auch der Sparüberschuss infolge der verzögerten Anpassung des Konsumverhaltens.[32] Die Tendenz steigender Sparüberschüsse setzte bereits in den Sechzigerjahren ein. Auf Japan folgten in den Siebziger- und Achtzigerjahren Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur, zuletzt China.[33] Sie beruht nicht zuletzt auf Strategien der Anleger in Schwellenländern mit noch unterentwickelten Finanzmärkten:[34] Die landesspezifisch hohen idiosynkratischen Risiken zwangen zu mehr (Vorsichts-)Sparen, als für Investitionen benötigt wird.

Als der Kapitalverkehr liberalisiert wurde, schichteten die Sparer auf ausländische *„save bonds“* um (Kapitalexport), deren Rendite weltweit fiel.[35] Das Entstehen von Sparüberschüssen wurde von den Regierungen dieser Länder nicht bloß im Zuge ihrer merkantilistischen Ideologie gefördert, sondern auch als Folge ihrer negativen Erfahrungen mit der Volatilität der Auslandsverschuldung in der Asienkrise;[36] demgemäß wurden exzessiv hohe Reserven aufgebaut. Dass ein weiterer Reserveaufbau wenig sinnvoll erscheint, mag die künftigen Sparüberschüsse reduzieren, doch wohl kaum beseitigen.

Abbildung 1: Weltwirtschaftliches Ungleichgewicht

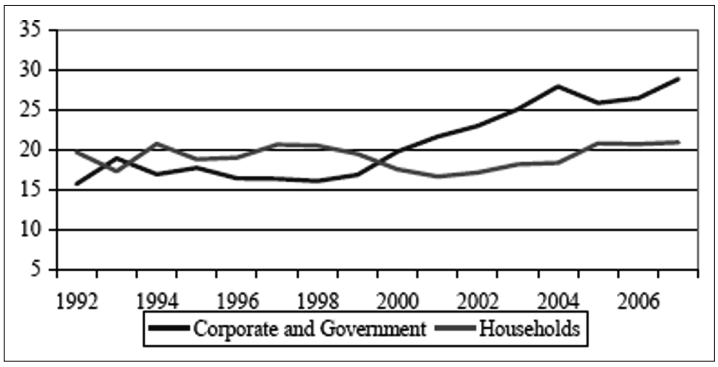


Quelle: Caballero Farhi (2008).

Gleiches gilt für den chinesischen Spar- und Leistungsbilanzüberschuss. Er resultiert aus einer hohen Haushaltssparquote und kontinuierlich steigendem Unternehmenssparen. Dahinter steht neben der merkantilistisch-exportorientierten Politik unterbewerteter Währung und unzureichender Inlandskaufkraft[37] eine Exportstruktur, die von ausländischen *Assembling*-Firmen dominiert wird. Kotlikoff and Summers (1981) finden in ihrer Analyse eine erhebliche Persistenz des Haushaltssparens und erwarten dementsprechend einen weiter anhaltenden Sparüberschuss. Auch die Folgen der Ein-Kind-Politik und der daraus resultierende Männerüberschuss werden als Argumente für ein Anhalten der exzessiven Spartätigkeit angeführt.[38] Die hoffnungsvoll zitierten Indizien für eine gewisse Verringerung des Sparüberschusses sollten nicht überschätzt werden: Zwar stößt das Wachstum an Grenzen und dürfte einen Lewis-Wendepunkt erreichen.[39] Der Bedarf an *„safe assets“* scheint allmählich gesättigt, die Regierung plant einen Übergang zu einer Politik forcierter In-

landsnachfrage, und die dramatische Alterung der Bevölkerung könnte den Sparüberschuss senken. Die Erwartung, dass rückläufiges Wachstum und soziale Reformen die Haushaltssparquote senken, übersieht die durch den Wachstumsbruch steigende Verunsicherung der Bevölkerung – Verunsicherung führt üblicherweise zu höheren Ersparnissen.[40] Auch werden die Komplexität und die Nebenwirkungen der geplanten chinesischen Reformen unterschätzt. Die Umschichtung von der markant exportorientierten zu einer überwiegend inlandsorientierten Nachfrage wird nicht leicht fallen: wegen der Spezialisierung auf bestimmte Segmente der Auslandsmärkte, wegen des hohen Anteils ausländischer Zulieferbetriebe,[41] wegen der damit zwangsläufig verbundenen Aufwertung, aber auch wegen der Nachfrage der rasch wachsenden Mittelklasse nach (ausländischer) Qualität und Luxus. Der vielfach vermuteten Senkung der Haushaltssparquote infolge des Alterns der Gesellschaft wirken die hohen Wohnungspreise entgegen,[42] sowie der wohl anhaltende Zwang zu privater Alters- und Krankheitsvorsorge, die hohen, von den Eltern für unverzichtbar erachteten Ausbildungskosten der Kinder und der steigende Anteil der Mittelschicht. Selbst wenn die Reformen erfolgreich umgesetzt werden sollten, werden sie die Tendenz zu Sparüberschüssen eher leicht abschwächen als beenden oder gar umkehren.

Abbildung 2: Chinesische Sparquote (% des BIP)



Quelle: CEIC, Goldman Sachs (Hongkong), zitiert nach: Ferguson und Schularick (2009).

Anders als die Haushaltssparquote, die vermutlich hoch bleiben wird, könnte die derzeit sehr hohe Sparquote der chinesischen Unternehmen im Gefolge der Industriereformen (Privatisierung, Zerschlagung von Staatsunternehmen) und forcierter Wettbewerbspolitik sinken.[43] Unklar bleibt die Entwicklung der Sparquote des Staates: Geringen Defiziten der Zentralregierung stehen erheblich größere und tendenziell steigende Defizite der Provinzregierungen gegenüber.[44] Die Hoffnung auf eine markante Reduzierung des chinesischen Sparüberschusses wird sich allerdings mit der

Frage auseinandersetzen müssen, wieweit die chinesische Wirtschaftspolitik die mit einem solchen Regimewechsel zwangläufig verbundene explizite oder implizite Aufwertung tolerieren würde. Da davon nicht bloß die Wettbewerbsfähigkeit, sondern auch die Inflationsrate und vor allem der Wert der Devisenreserven betroffen wären, sollte die Wahrscheinlichkeit eher gering eingeschätzt werden.

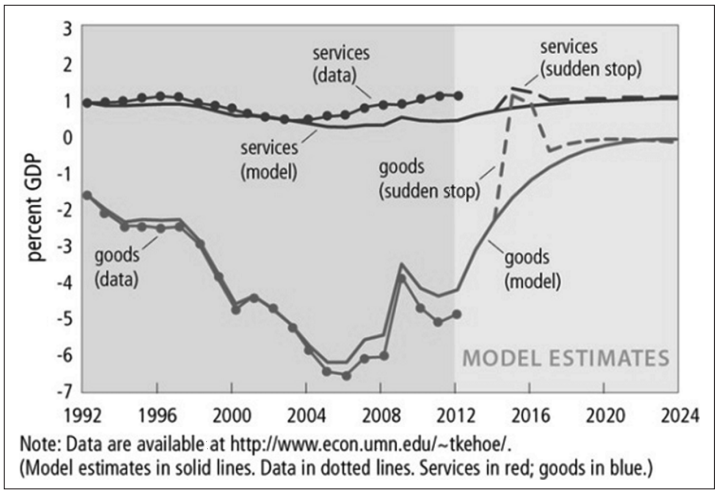
In Europa zeigen die Sparüberschüsse der Haushalte trotz des geringen Einkommenswachstums keine Tendenz zu sinken (Abbildung 4). Zwar ist die Sparquote der Haushalte zuletzt leicht gesunken, doch weniger stark als ihre Investitionsquote.[45] Der Finanzierungsüberschuss tendiert wieder zu seinem Niveau vor der Finanzkrise (Abbildung 1). Maßgebend dafür sind neben den bereits erwähnten Ursachen die zunehmende Bedeutung der Erbengeneration, die kontinuierliche Verschiebung der Einkommensverteilung zu Schichten mit hoher Sparneigung sowie die erhebliche Verunsicherung der Bevölkerung.[46]

Die meisten Argumente sprechen dafür, dass die Spartätigkeit der Haushalte auf mittlere Sicht weltweit jedenfalls nicht abnehmen wird. Länder mit Leistungsbilanzdefiziten, also Ausgabenüberschüssen, sind zumeist auch solche mit geringem Haushaltssparen. Ist somit kaum mit einer Schließung der Lücke zwischen Spar- und Investitionsplänen von Seite der Ersparnisbildung zu rechnen, dürfte der Beitrag der Investitionen sogar eher in Richtung einer weiteren Vergrößerung der Lücke wirken.

Das wohl stärkste Argument gegen eine Verringerung der weltweiten Sparüberschüsse ist in den Entwicklungen der USA zu suchen, die bisher als „Senke“ die weltweiten Sparüberschüsse aufnahmen. Das U.S.-amerikanische Spardefizit (= Leistungsbilanzdefizit) war seit Mitte der Neunzigerjahre zehn Jahre lang kontinuierlich bis auf $6^1/_2$% des BIP gewachsen (Abbildung 1). Maßgebend dafür waren die Budgetdefizite, die zum Teil aus der Finanzierung der diversen Kriege stammten,[47] zum Teil aus Steuersenkungen, sowie die expansive Geldpolitik und die traditionell niedrige Haushaltssparquote. Finanziert wurden die Budgetdefizite überwiegend durch die chinesische Reservebildung. Seither hat sich das amerikanische Leistungsbilanzdefizit infolge der sinkenden Ölimporte und der Exporte (insbesondere von Ölprodukten) bei etwa 3% stabilisiert.[48] Kehoe et al. (2012) schätzen mit Hilfe eines intertemporalen, multisektoralen allgemeinen Gleichgewichtsmodells, dass ein Ende der Sparschwemme, die sie mittels eines Anstiegs des langfristigen Zinssatzes auf real 3% und eines einjährigen Kreditstops simulieren, zu einer Abwertung des Dollars um 40%[49] und einer Umschichtung zugunsten der Exportproduktion, primär Dienstleistungen führen würde; das BIP würde je nach Annahmen[50] um 5-8% sinken. Die Simulation ist insofern interessant, als sie die weitreichenden Konsequenzen einer (hypothetischen) Beseitigung der globalen Ungleichgewichte aufzeigt. Sie kann jedoch nichts über die tatsächliche

Entwicklung aussagen: weil die Zinssteigerung exogen angenommen wird, und weil alle Rückwirkungen auf andere Länder vernachlässigt werden.[51] Vor allem ist zu bedenken, dass eine amerikanische Aufwertung eine entsprechende Abwertung der Währungen in der übrigen Welt bedeutete, was vor allem China kaum tolerieren würde (und könnte). Aber auch die mäßige Reduzierung der amerikanischen Spardefizite, die sich gegenwärtig abzeichnet, reduziert die „Senkenfunktion" der USA, also ihre Aufnahmekapazität der Sparüberschüsse der restlichen Welt.

Abbildung 3: Simulation der US-Leistungsbilanz



Quelle: Kehoe et al. (2013).

Die Untersuchung der relevanten Länder bietet somit wenig Hoffnung auf eine rasche und quantitativ bedeutsame Anpassung der Spar- an die Investitionspläne; kaum besser steht es um die kausalen Bestimmungsgründe. Von zahlreichen Autoren wird das Altern der Bevölkerung in den asiatischen und europäischen Ländern angeführt. Da die Bevölkerung gemäß der Lebenszyklushypothese (Modigliani 1988) im mittleren Alter spart und die Ersparnisse zur Stützung des Konsums im Alter verbraucht, sollten die abnehmende Zahl der Erwerbstätigen und die steigende Zahl der Pensionisten die Haushaltssparquote drücken. Abgesehen davon, dass die empirische Evidenz für die Lebenszyklushypothese schon in der Vergangenheit keineswegs überzeugend war,[52] und dass Alterssparen bloß einen kleinen Teil der Sparquote ausmacht,[53] finden Horioka und Terada-Hagiwara (2012) eine erhebliche Persistenz des chinesischen Konsums und demgemäß des Sparens. In Europa fehlt die Evidenz gleichfalls: Die Haushalts-Sparquote (brutto) sinkt zwar leicht, jedoch etwa parallel zum Sinken der Haushalts-Investitionsquote.[54]

Die steigende Lebenserwartung wirkt den Erwartungen der Lebenszyklushypothese insofern generell entgegen, als angesichts der unzureichenden Anhebung des Pensionsantrittsalters in den meisten Ländern die erwartete Länge der Pensionszeit und damit die geschätzte Länge der Periode für die angespart werden muss, zunehmend länger wird.[55] Es muss daher nicht bloß mehr angespart werden, der Fonds muss auch für einen längeren Zeitraum reichen, was geringeres Entsparen pro Periode bedeutet. Weizsäcker (2011; 2013) arbeitete heraus, dass die Ansparpläne für Altersvorsorge (plus einer Marge für Vererbung) unter den gegenwärtigen Voraussetzungen etwa zwölf Konsumjahren entsprechen müssen, die Investitionspläne angesichts des kürzeren, weil unsichereren Planungshorizonts hingegen bloß fünf Konsumjahren. Das daraus resultierende Überangebot an geplanten Ersparnissen drücke den Zinssatz unter die Kapitalrendite und induziere Fehlinvestitionen; Abhilfe könne allein durch steigende Staatsverschuldung erfolgen.

Die Lebenserwartung ist aber nicht bloß gestiegen, sie ist für den Einzelnen auch zunehmend unkalkulierbar geworden: Selbst für Demografen ist unklar, ob die Rasanz des Anstiegs der *durchschnittlichen* Lebenserwartung der letzten Jahrzehnte anhalten wird.[56] Für den Einzelnen – für den das Gesetz der großen Zahl nicht gilt – ist die Unsicherheit betreffend seine *eigene* Lebenserwartung noch viel größer. Eine rationale Kalkulation von Ausmaß und Zeitverlauf des Entsparens ist so gut wie unmöglich. Nicht bloß im Hinblick auf eventuelle Vererbungsabsichten bleiben daher stets Teile der Ersparnis unangetastet.[57] Dazu kommen als Entsparens-Bremsen die Angst vor hohen Pflegekosten gerade in den letzten Lebensmonaten oder -jahren sowie das geringe Vertrauen in die künftigen Leistungen der staatlichen Sozialversicherung.

1.2.2 Rückläufige fremdfinanzierte Investitionsquote

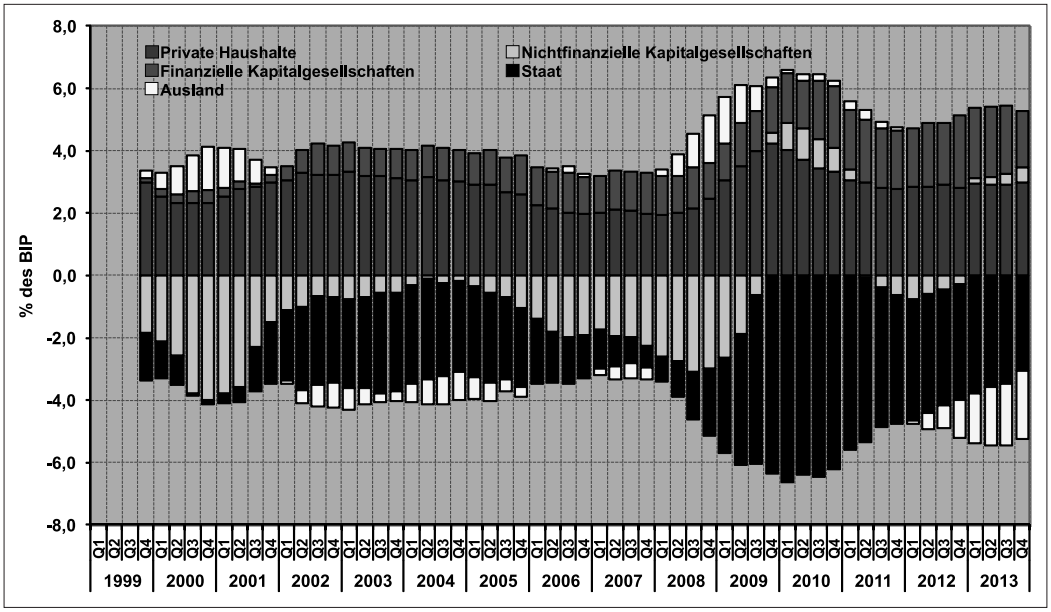
Die Analyse lässt vermuten, dass die Spartätigkeit der Haushalte wenig zum Abbau der weltweiten Sparüberschüsse beitragen wird. Noch weniger ist aber von einer Zunahme der Verschuldungsbereitschaft der Unternehmungen zu erwarten.

In China hat die (private und staatliche) Investitionsquote zuletzt 50% des BIP erreicht,[58] ein Wert, der längerfristig zwangsläufig zu erheblichen Fehlinvestitionen führen muss. Solches ist auf Provinzebene bereits in erheblichem Umfang eingetreten[59] und widerspricht den Intentionen der Zentralregierung. Der Investitionsbedarf, der aus der geplanten Verlagerung von der Export- zur heimischen Konsumnachfrage entstehen könnte, wird den unvermeidlichen Rückgang der öffentlichen Investitionen in den Provinzen kaum kompensieren können. Es ist somit wahrscheinlich, dass die chinesische Investitionsquote stärker abnimmt als die Sparquote. Ob

die Abschwächung des Wachstums im übrigen Südostasien die Investitionsquote weniger stark reduzieren wird als die Sparquote, ist unklar.

In der EU haben sich die Unternehmen (Kapitalgesellschaften) zwar zu Beginn des Jahrhunderts und in den Jahren exzeptioneller Weltkonjunktur vor der Krise[60] erheblich verschuldet und damit den überwiegenden Teil der Haushaltsüberschüsse verbraucht, in den dazwischen liegenden Jahren aber bloß wenig. Im Durchschnitt der Jahre 1995-2012 hatten die Unternehmen in den EU-Mitgliedsländern in einem Drittel der Jahre Finanzierungs*überschüsse* (in den alten Mitgliedern in gut der Hälfte) – die anhaltenden Finanzierungsüberschüsse der Haushalte spiegelten sich in steigender Staatsverschuldung (Abbildung 4). Sollen diese nun wie geplant abgebaut werden, verschärft das das Problem der Sparüberschüsse und führt aller Wahrscheinlichkeit nach zu einem (weiteren) rezessiven Anpassungsprozess.

Abbildung 4: Finanzierungssalden der Sektoren in der EU



Quelle: Eurostat, Sector accounts.

Vieles spricht dafür, dass die Unternehmen den Sparüberschuss der Haushalte auch in der weiteren Zukunft bestenfalls zum Teil benötigen werden: Das wichtigste Argument betrifft die vermutlich weiterhin gedämpfte Nachfrage nach Netto-Investitionen: Der Kapazitätseffekt der Ersatzinvestitionen dürfte angesichts des (relativ zum Wachstum[61]) raschen technischen Fortschritts ausreichen. In dieselbe Richtung sinkender Investitionsquoten wirkt zweitens der Strukturwandel von der kapitalintensi-

ven Schwer- zur weniger kapitalintensiven Leichtindustrie und vor allem zu Dienstleistungen. Drittens verdrängt im Produktionsprozess Software zunehmend die Hardware, was den Kapitalbedarf weiter senkt. Viertens sind Investitionsgüter relativ billiger geworden.[62] Fünftens kann der geringe Kapitalbedarf für Investitionen angesichts der oligopolistischen Struktur der Wirtschaft zunehmend aus den hohen Gewinnen finanziert werden. Schließlich darf sechstens auch nicht übersehen werden, dass die Großunternehmen Finanzanlagen vielfach Realinvestitionen vorziehen, sei es durch Erwerb eigener Aktien, sei es durch Kauf fremder Wertpapiere oder Aufbau von Liquiditätsreserven für künftige Akquisitionen.[63]

Neben dem sinkenden Investitionsbedarf dürfte auch das Intermediationsproblem die künftigen Investitionen in der EU drücken. Die striktere Regulierung des Transmissionsmechanismus der Finanzinstitutionen durch strengere Eigenkapitalvorschriften und Stresstests zwingt die Banken zu restriktiverer Kreditvergabe. Für die großen Kapitalgesellschaften ist das aus den oben angeführten Gründen, vor allem wegen der günstigen Gewinnlage und des Zugangs zum Kapitalmarkt, wenig relevant. Anders jedoch für kleine und mittlere sowie junge Unternehmen, die auf Kreditfinanzierung besonders angewiesen sind. Ihre Investitionen werden durch die aufgrund der strikteren Bankenregulierung größeren Intermediationsprobleme vermutlich beeinträchtigt.[64]

Betrachtet man die OECD insgesamt, zeigten die Kapitalgesellschaften einen kontinuierlichen Wechsel von Verschuldung (2002-2007) und Entschuldung (in den Neunzigerjahren sowie in und nach der Finanzkrise), im Durchschnitt trugen sie kaum zur Kompensation der Sparüberschüsse der Haushalte bei.[65]

Der sinkende Kapitalbedarf der Wirtschaft und der Strukturwandel zum finanziellen Sparen der Nicht-Unternehmer hat gemeinsam mit dem langsameren Wachstum viele der alten Denkmuster zerstört. Früher konnte nicht genug gespart werden, um die Investitionen zu finanzieren, und Staatsverschuldung erschien vor allem wegen der Verdrängung privater Investitionen *(crowding out)* als problematisch. Heute wollen die meisten Staaten ihre Schulden nicht wegen der Gefahr eines eventuellen *crowding out* abbauen, sondern wegen der Zinsbelastung und zur Sicherung des Finanzierungsspielraums. Dabei ist den Beteiligten kaum bewusst, dass unter den herrschenden Voraussetzungen niemand zur kompensierenden Anpassung seines Spar- und Verschuldungverhaltens bereit ist. Es ist somit die neue Kombination von Sparüberschuss und Entschuldungspolitik, die durch ihre Inkompatibilität Probleme geschaffen hat, die unter den gegenwärtigen Verhaltensweisen und Institutionen nicht gelöst werden können. Es bedarf neuer Ansätze. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass die neuen Strukturen zunächst einmal allen Beteiligten bewusst werden.

2. Kapitalexport als Lösung?

Nach traditioneller Ansicht ist ein Überschuss der Ersparnis über den Investitionsbedarf für entwickelte Volkswirtschaften nicht untypisch. Die überschüssigen Mittel fließen via Kapitalexport in weniger entwickelte Länder und finanzieren dort die Industrialisierung. Tatsächlich finanzierte niederländisches Handelskapital im 18. Jahrhundert die englische Industrielle Revolution, englisches Industriekapital im 19. Jahrhundert die Industrialisierung der USA, Frankreichs, Deutschlands und Österreichs.[66] Im 20. Jahrhundert nahm der *„downhill"*-Strom, der Kapitaltransfer von den Industrieländern in die Entwicklungsländer (Nord-Süd-Integration), kaum noch zu.[67] Vielmehr intensivierte sich der grenzüberschreitende Kapitalaustausch zwischen den OECD-Ländern (Nord-Nord-Integration). Spätestens seit der Asienkrise 1989 fließt Kapital *„uphill",*[68] also von ärmeren in reichere Länder. Ohne dass das Problem bereits restlos geklärt wäre, lassen sich dafür mehrere Begründungselemente finden. Am deutlichsten erkennbar ist der Schock der Asienkrise: Da, anders als im 19. Jahrhundert, ein erheblicher Teil des Kapitalexports nicht aus Direktinvestitionen und Aktienkäufen, sondern aus kurzfristigen Krediten besteht, die beim ersten Auftreten von Problemen rasch wieder abgezogen wurden, gerieten die Schuldnerländer in erhebliche Schwierigkeiten. Sie haben die Lektion gelernt, haben Währungsreserven aufgebaut *(„self insurance")* und sind bei weiterer Verschuldung außerordentlich vorsichtig.[69] Eine andere Erklärung für die geringe Verschuldungsbereitschaft der Schwellenländer geht davon aus, dass der Bedarf, vor allem der südostasiatischen Länder, an ausländischem Kapital inzwischen gering ist, weil ihre Sparquote hoch ist, und Kapitalimport nach neueren Erkenntnissen zum Wachstum wenig beiträgt.[70]

Um den *„uphill flow"* von Kapital zu erklären, also das neue Phänomen, dass die Schwellenländer nicht bloß kein Kapital importieren, sondern solches sogar *exportieren,* bedarf es jedoch zusätzlicher Argumente. Ein Zentrales folgt wiederum aus der Südostasien-Krise, die den Schuldnerländern die Notwendigkeit der Haltung entsprechender Währungsreserven nahelegte. Vor allem gilt dieses Argument für Südostasien und Lateinamerika, wogegen das exzessive Ausmaß der Reservebildung in China[71] darüber hinaus Folge der merkantilistisch-exportorientierten Politik ist.[72] Aus dieser resultiert insofern eine differenzierte Kapitalbilanz, als China einerseits mittels Direktinvestitionen Kapital importiert, offenbar um an westliche Technologie heranzukommen, infolge der Leistungsbilanzüberschüsse aber sehr viel höhere Beträge als Währungsreserven kurzfristig, überwiegend in U.S.-amerikanischen Schatzscheinen, anlegt.[73] Als weitere Ursachen des *„uphill flow"* müssen die Anlagen der Ölexporteure und Wohlhabender aus weniger entwickelten und instabilen Ländern ange-

führt werden. Maßgebend dafür sind nicht bloß Anonymitäts- und Sicherheitsüberlegungen, sondern auch der unzureichende Entwicklungsstand der jeweiligen Finanzsysteme.[74]

Manche dieser Ursachen mögen vorübergehend sein. So etwa werden die südostasiatischen Länder ihre Währungsreserven früher oder später als ausreichend empfinden und versuchen, wie es sich in China andeutet, zu einer stärker binnenorientierten Politik überzugehen. Weniger wahrscheinlich ist, dass sich die Schwellenländer wieder stärker verschulden: Selbst wenn der Schock der Krise abklingen sollte, bleibt doch das Problem, dass die Kapitalexporteure langfristige Anlagen ebenso scheuen wie die Kapitalimporteure kurzfristige Verschuldung. Die klassische Vorstellung des *„downhill flow“* des Kapitals setzt die Existenz und das Bewusstsein einer „sicheren“ Welt voraus: Der englische Kapitalexport des 19. Jahrhunderts erfolgte in die eigenen Kolonien und in kulturell nahestehende Länder. Trotz Globalisierung ist die Welt seither unsicherer geworden,[75] und die Unsicherheit hat in den letzten Jahren durch Religionskonflikte, Staatsscheitern, die Schwächung der Hegemoniestellung der USA sowie durch das steigende Selbstbewusstsein Chinas und die Konsolidierungsbemühungen Russlands weiter zugenommen. Das ist nicht die Situation, in der langfristige Finanzanlagen außerhalb entwickelter demokratischer Industriestaaten besonders attraktiv erscheinen.

3. Folgen der Sparschwemme und Lösungsansätze

Die Analyse hat gezeigt, dass die gewünschte Bildung von Finanzkapital nicht bloß den Investitionsbedarf, sondern selbst die sonstigen Anlagemöglichkeiten weltweit seit Längerem übersteigt, was zu niedrigen Zinssätzen, Blasen und rezessiven Anpassungsprozessen führte. Maßgebend dafür sind zu einem nicht geringen Teil Entwicklungen in den Schwellenländern, aber auch in den Industriestaaten hat das private Sparen zu einem Überangebot zumindest an kurzfristigen und risikoaversen Ersparnissen geführt. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich das in der mittleren Zukunft ändern wird, ist gering. Manche Übertreibungen mögen sich abschwächen, das Grundproblem dürfte jedoch bestehen bleiben.

Unter den Verzerrungen, die in absehbarer Zukunft an Bedeutung verlieren dürften, sind die über-expansive U.S.-amerikanische (Geld-)Politik, die europäischen Bankexzesse und die exzessive Reserveakkumulation Chinas zu erwähnen. Die amerikanische Politik, die in den letzten 14 Jahren die Zentralbankgeldmenge auf das Fünffache erhöht hat und Budget- und Leistungsbilanzdefizit zeitweise bis auf $14^1/_2$% bzw. 6% des BIP anwachsen ließ, wird in diesem Ausmaß wohl nicht fortgeführt werden (können). Die Geldpolitik wird ebenso allmählich zurückgefahren wie die Mili-

tärausgaben (das Budgetdefizit wurde inzwischen auf $6^1/_2$% des BIP reduziert), die Reformen im Kreditwesen beginnen rascher zu greifen als in der EU, die Rezession klingt ab, und das *Fracking* entlastet die Leistungsbilanz, deren Defizit zuletzt auf $2^3/_4$% des BIP reduziert werden konnte. Die europäischen Kreditexzesse werden durch die neuen Eigenkapitalvorschriften und die Bankenunion zumindest mittelfristig gedämpft, wegen der eher weichen Regulierung und der langen Übergangsfristen jedoch nicht verhindert. Auch sind die großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften derzeit unterschiedlich weit von einer Normalisierung der Geldpolitik entfernt: Die Bank of Japan setzt ihr ambitioniertes Programm der Bilanzausweitung weiter fort. Die EZB hat vor Kurzem gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte angekündigt und ihren Leitzins auf ein rekordtiefes Niveau gesenkt. Hingegen hält die Bank of England den Bestand an angekauften Wertpapieren seit Mitte 2012 konstant, und die Federal Reserve reduziert seit Anfang 2014 den Umfang ihrer Wertpapierkäufe.[76] Die chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse schließlich haben schon abgenommen, teils weil das einseitig exportgetriebene Wachstum an Dynamik verloren hat, teils wegen der Bemühungen zur Stimulierung der Inlandsnachfrage durch die zentrale Politik.

Selbst wenn daher verschiedene „Exzesse“ der jüngeren Vergangenheit an Schärfe verlieren dürften, wird das Grundproblem der Diskrepanz zwischen mangelnder Notwendigkeit und/oder Bereitschaft, sich zu verschulden, und der Dynamik des Massensparens bestehen bleiben. Die rezessiven Mechanismen, die die Sparpläne durch Reduzierung der Sparfähigkeit auf das Niveau der Investitionserfordernisse reduziert haben, werden daher auch in Zukunft wirken. Nach wie vor prägt jedoch nicht die Vorstellung einer Sparschwemme die Denkmuster, vor allem von Managern und Politikern, sondern das Trauma einer Kapitalknappheit. Nicht bloß Aufklärung über Diagnose und Lösungsansätze ist dringend erforderlich, es besteht auch noch erheblicher wirtschaftspolitischer Forschungsbedarf. Elemente von Lösungsansätzen dürften sich am ehesten im Bereich der Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, des Sparens und Investierens sowie des Kapitalexports finden lassen.

Im Bereich der Wirtschaftspolitik trugen Fehler der Geld- und Fiskalpolitik erheblich zum schlechten Image der Staatsverschuldung bei. Systematisch wurde ignoriert, dass expansive Geld- und Fiskalpolitik zwar zur Bekämpfung von Nachfrageschocks unverzichtbar, zur Bekämpfung von Strukturproblemen jedoch nicht bloß machtlos, sondern sogar schädlich ist – die Staatsverschuldung steigt, ohne zur Lösung der Probleme irgendetwas beitragen zu können. In den USA machte man weiters den Fehler, Kriege durch Schulden (und indirekt durch Geldschöpfung) statt durch Steuern zu finanzieren (diese wurden sogar gesenkt). In Europa sanierte man die Banken auf Kosten des Staates anstelle der Eigentümer und

Gläubiger. Zwar trug die Politik dadurch in beiden Fällen dazu bei, die Sparüberschüsse der Haushalte aufzusaugen, doch jeweils um den Preis unproduktiver Staatsverschuldung, die die ohnedies vorhandene Aversion gegen „die Belastung der Kinder" nicht zu Unrecht weiter steigerte. Das ist vor allem deswegen problematisch, weil „produktive" Staatsverschuldung zur Finanzierung langfristiger Investitionen wohl zwangsläufig als einer der Ansätze zur Lösung des Sparplan-Investitions-Ungleichgewichts sein wird. Zwei wichtige Beiträge zur Überwindung der Ungleichgewichte könnten daher eine erheblich weniger expansive (amerikanische) Geldpolitik und eine erheblich schärfere Bankenregulierung in Europa sein. Erstere würde zur Verringerung der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte sowohl durch Verringerung der amerikanischen Überabsorption beitragen als auch durch Begrenzung des Kreditspielraums der europäischen Banken, der gemeinsam mit der unzureichenden Bankregulierung in Europa zu den Ungleichgewichts-fördernden Kreditexzessen führte.[77]

Grundsätzlich wird man – trotz des psychologisch verständlichen mentalen Widerstands gegen diesen kulturellen Wandel – auch um Maßnahmen einerseits zur Verringerung des Sparens, andererseits zu einer Umschichtung zu längerfristigen und weniger risikoaversen Anlageformen nicht herumkommen. Als wichtigste Maßnahme zur Reduzierung des Haushaltssparens erscheint eine Stärkung des Sicherheitsgefühls der Bevölkerung und die Wiedergewinnung ihres Vertrauens. Das ist eine schwer zu realisierende Aufgabe, da Sicherheitsgefühl wie Vertrauen bloß in einem langfristigen Erfahrungsprozess gebildet werden und auch emotionale Komponenten enthalten. Mit Hartmann (2011) empfiehlt es sich, zwischen Vertrauen und Sich-auf-etwas-Verlassen-Können zu unterscheiden.[78] Letzteres kann von der Politik tatsächlich verlangt werden und ist auch leichter zu realisieren. Es setzt voraus, dass die Politik Probleme nicht verschweigt oder behübscht und dass sie erreichbare Ziele setzt. Als aus unzähligen Beispielen beliebig ausgewählte Verstöße dieser Art seien die Pensionsproblematik und manche der Zielsetzungen der EU angeführt.[79] Die Wiedergewinnung von Sich-Verlassen-Können oder gar Sicherheit ist vor allem in Bezug auf die Sicherung der Altersversorgung von entscheidender Bedeutung.

Die Verringerung der Spartätigkeit setzt nicht bloß Änderungen des politischen und publizistischen Stils voraus, sondern auch echte Systemreformen. Das beginnt bei der Streichung der unter den gegenwärtigen Bedingungen kontraproduktiven Sparförderung und reicht über die, angesichts der unterschiedlichen Sparneigung der verschiedenen Einkommensschichten, erforderlichen Maßnahmen der Umverteilung, vor allem einer deutlicheren Progression des gesamten Abgabensystems (nicht bloß der Besteuerung), bis zu einer Verlagerung der Besteuerung von Arbeit zu Kapital und Emissionen.

Zur Bewältigung der *ex ante*-/*ex post*-Probleme kommt der Erbschaftsbesteuerung besondere Bedeutung zu.[80]

Weiters werden sich die Sparer unter den Bedingungen eines Sparüberschusses daran gewöhnen müssen, dass die Zinsen vor allem für liquide und risikoarme Sparformen niedrig bleiben werden, für kurzfristige Einlagen möglicherweise sogar negativ. Bedarf wird bloß an längerfristigen Ersparnissen bestehen, die direkt für die Finanzierung längerfristiger Investitionen verwendet werden können, sowie an Formen, die zumindest Eigenkapital-nahe sind. Das bedeutet nicht bloß die Herausforderung für die Finanzinstitutionen entsprechende Anlageformen zu entwickeln, die auch für kleinere Sparer attraktiv sind. Auch die Wirtschaftspolitik wird Regulierungen und Institutionen schaffen müssen, die verhindern, dass die niedrigen Zinssätze wie in der Vergangenheit destabilisierende Spekulation auslösen, und zwar nicht bloß in dubiosen Finanzkonstrukten, sondern auch auf Immobilien- und Gütermärkten.[81] Die Befriedigung darüber, dass eine Bankenunions-Regelung zustande gebracht werden konnte, darf nicht darüber hinweg täuschen, dass diese keineswegs strikt ausgefallen ist und lange Übergangsfristen erlaubt, und dass das Derivategeschäft ein massives Comeback feiert.[82]

Eine gewisse Bedeutung wird, angesichts der hohen Gewinne der Kapitalgesellschaften, die den Investitionsbedarf vielfach übersteigen, auch der Wettbewerbspolitik zukommen. Parallel dazu wird aber auch die derzeit bestehende Asymmetrie der steuerlichen Behandlung von Eigen- und Fremdkapital beseitigt werden müssen.

Bemühungen, den weltweiten *uphill flow* des Kapitals umzukehren und den Sparüberschuss der Industriestaaten wieder zur Finanzierung des Aufholprozesses weniger entwickelter Volkswirtschaften einzusetzen, erscheinen in der gegenwärtigen Weltlage wenig Erfolg versprechend. Es könnte schon als Erfolg gesehen werden, wenn es gelingt, das Ausmaß des weltweiten *uphill flow,* der Anlagen der Schwellenländer auf den westlichen Finanzmärkten, zu reduzieren. Für Europa stellt sich die Situation allerdings etwas anders dar: Osteuropa wird von seinen westlichen Nachbarn weitgehend als Teil des eigenen Kultur- und Wirtschaftsraums betrachtet, und tatsächlich floss der Finanzierungsstrom auf diesem Teilmarkt *„downhill“.*[83] Maßgebend dafür war, dass die europäischen Banken ihr Osteuropageschäft nicht im Wege kurzfristiger Direktkredite aufbauten, sondern durch Aufkauf und Reorganisation ansässiger Banken. Untersuchungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich[84] zeigen, dass sich der Teil des internationalen Bankgeschäfts, der durch lokale Niederlassungen im Ausland durchgeführt wird, in den letzten fünf Jahren als widerstandsfähiger erwiesen hat als das grenzüberschreitende Geschäft. Allerdings ergaben sich auch dabei zwei Probleme. Erstens führte der Marktanteilswettbewerb der europäischen Banken dazu, dass die Ostban-

ken generell zu teuer erworben wurden. Zweitens führte die Überschätzung der kulturellen und wirtschaftlichen Nähe gemeinsam mit der Finanzkrise zu einer exzessiven Kreditgewährung, die zu Ausfallquoten von bis zu einem Drittel führte. Dennoch dürfte es sich bei diesem Modell, das den Export der Sparüberschüsse mit dem Export von Know-how verbindet, um einen zukunftsorientierten Ansatz handeln, das das Problem der Sparüberschüsse mildern könnte.

4. Zusammenfassung

Seit den letzten Jahren des vorigen Jahrhunderts ist nicht bloß in den wohlhabenden Industriestaaten sondern auch weltweit ein Überschuss des gewünschten Sparens über den Investitionsbedarf entstanden. Die Suche nach Anlagemöglichkeiten, drückte die Zinssätze, löste Kapitalmarktblasen aus und führte zu einem rezessiven Anpassungsmechanismus, der via gedrückte Löhne und Arbeitslosigkeit die Spar*fähigkeit* an den Bedarf an Ersparnissen anpasste. Die problematische Spanne zwischen Ersparnissen und Anlagebedarf wurde seit der Finanzkrise durch die Bemühungen eines Abbaus der Staatsschulden massiv verschärft.

Die Analyse zeigte, dass wenig Hoffnung auf eine selbsttätige Schließung der Lücke durch höhere Unternehmensinvestitionen oder sinkende Sparneigung besteht. Auch der Einfluss der Wirtschaftspolitik auf private Spar- und Investitionstätigkeit sollte nicht überschätzt werden. Der Königsweg zur Schließung der Lücke wären öffentliche Investitionen in materielle und immaterielle Infrastruktur, die zugleich auch Beschäftigungs- und Wohlstands-fördernd wirkten; gegen sie spricht jedoch die weitverbreitete Aversion gegen Staatsschulden. Es gilt daher, entweder die Aversion gegen Staatsverschuldung, jedenfalls zum Zweck produktiver Investitionen, abzubauen oder andere Wege zur Finanzierung dieser Investitionen aus den privaten Ersparnissen zu finden.

Anmerkungen

* Der Autor dankt Karl Aiginger, Alois Guger und Ewald Walterskirchen für hilfreiche Kommentare zu einer früheren Fassung.

1 In Deutschland dominiert die exakt gegensätzliche Ideologie, derzufolge die *Defizit*länder am mangelnden Gleichgewicht „schuld“ wären und demzufolge die Anpassungslast zu tragen hätten.

2 Deutschland ist das einzige Land, dessen Bevölkerung die Staatsschuld als das drängendste Problem ihres Landes ansieht, obwohl die deutsche Staatsschuldenquote im Zeitpunkt der Befragung mit 81% unter dem EU-Durchschnitt (85%) lag; für die Griechen, Zyprioten und Malteser ist deren (viel höhere) Staatsschuld bloß das drittgrößte Problem, für die anderen GIPS-Länder gehört die Staatschuld überhaupt nicht zu den vorrangigen Problemen. Die Österreicher sind den Deutschen in Bezug auf erhöhtes

Problembewusstsein betreffend Staatsschuld und Inflation ähnlich (Eurobarometer 79, 21).

3 „In the Middle Ages, those seeking safe and easy-to-manage investments – whether merchants providing for their retirement, trustees of widows and orphans, or nobles with income they wished to save – were faced with a general paucity of financial assets. With financial assets either unavailable or unattractive, most people had little choice but to place their savings in real assets – above all, real estate and hoards of coin and bullion. … Most of the municipal debt, the principal financial asset, was in the hands of a relatively few households: some 2% of families in the city held 60% of it“ (Kohn [1999] 7).

4 Gille (1973); Kohn (1999); Temin (2002).

5 Bergier (1973) 411. „Even down to about 1830 British investment, as a percentage of national income remained at a level which today would be regarded as typical of underdeveloped countries – and most of this still went into land, buildings, public property and farming“ (Lilley [1973] 225).

6 Allen et al. (2010) 11.

7 „In 1800, for example, almost 94% of bills held by the Bank originated from merchants“ (Ishizu [2008]). „[T]he first credit department was established by the Importer's and Trader's National of New York in the 1880s (Myers [1931]). At the same time, the Philadelphia National Bank found it necessary to add a credit department because directors no longer intimately knew all borrowers (Wainwright [1953]). The idea began to spread slowly after the Panic of 1893 (Westerfield [1924]), but by 1899 there were still only 10 banks in New York with credit departments“ (White [1998] 21).

8 Gille (1973) 277ff.

9 Ebendort 287ff.

10 Bergier (1973) betont, dass die frühen Unternehmer nicht aus der Bürgerschicht sondern vielfach aus der Unterschicht kamen (408), Improvisatoren und Bastler unterschiedlicher Provenienz, ungebildet und vielfach Sekten zugehörig (415ff).

11 Gille (1973).

12 „It was not individual saving that financed business investment, but, on the contrary, business saving that financed individual and government consumption. Merchants minimized their investment in fixed capital: even the largest companies preferred to lease rather than to own whatever office space, warehouses, and transportation equipment they required. Merchants were reluctant to lend long-term. Short-term lending provided them with the flexibility they needed“ (Kohn [1999]).

13 „From 1740 to the end of the eighteenth century, the national saving rate increased by 50 per cent, and the investment ratio by 80 per cent. This means that, for the century as a whole, national saving was not sufficient to finance investment; there was a need for inflows of foreign capital. In the seventeenth century and at the beginning of the eighteenth, when manufacturing was not mechanized (that is, when there was low fixed investment), saving was sufficient to finance working capital. In the eighteenth century, along with improvements in technology, came the necessity of investing in fixed assets, and saving was no longer sufficient to finance both working and fixed capital“ (Brezis [1995]).

14 Gille (1973) 257.

15 Gille (1973) 269ff.

16 Fritz (1972) 64.

17 So etwa durften die Sparkassen bloß Kleineinlagen entgegennehmen, und sie unterlagen strengen Anlagebestimmungen (Fritz [1972]).

18 Tichy (1977) 309.

19 Ebendort 308.

20 Spätestens seit den Achtzigerjahren des vorigen Jahrhunderts ist das Volumen der

Spareinlagen kein Indikator der Bedeutung des Unselbstständigen-Sparens mehr, da mit steigender Höhe der Ersparnisse festverzinsliche Wertpapiere und Fondsanteile zunehmend an Bedeutung gewannen.

21 Hartwell (1973) 381.

22 Schularick und Taylor (2009); Tichy (2013).

23 Bernanke (2005); Clarida (2005); Kehoe et al (2012). „The essence of the savings glut theory is that increased world demand for saving, primarily in emerging economies, pushed real interest rates below the U.S. rate of time preference, reducing the American saving rate and leading to capital inflows“ (Kehoe et al. [2012] 2).

24 Dooley et al. (2008).

25 Aizenman und Marion (2003).

26 „There is only one problem: the data show little evidence of a savings glut. Since 1980, global savings have fluctuated between 22% and 24% of world GDP, with little tendency to trend up or down“ (Eichengreen [2014]). „Had a global savings glut existed (an outward shift in the world supply of savings) it should have caused a boom in global observed savings and investment“ (Laibison, Mollerstrom [2010] 1).

27 Chinn und Ito (2008).

28 Lin und Treichel (2012); Chinn und Ito (2013). „[G]lobal imbalances were the result of excess demand in the United States, resulting from both the public debt in the United States arising from the Afghanistan and Iraqi wars and tax cuts and the overconsumption by households supported by the wealth effect from the housing bubble in the United States“ (Lin und Treichel [2012]).

29 Engel und Rogers (2006).

30 Borio und Distayat (2011); Shin (2011).

31 Laibison und Mollerstrom (2010).

32 IMF (2014) 107ff.

33 Die globale Spar-Angebotskurve verschob sich dadurch stärker nach rechts als die Investitions-Nachfragekurve, der Zinssatz sank. Als die Dynamik des asiatischen Booms nachließ, sorgte die überexpansive US-Politik weiterhin für Niedrigzins und globale Ungleichgewichte (Arora et al. [2014]).

34 Cornelli (2009).

35 Die Anleger in den entwickelten Länder wichen auf ertragreichere, riskantere Anlagen aus.

36 „Our results indicate that the adjustment of Emerging Markets was constrained more by their fear of losing international reserves than by their fear of floating“ (Aizenman und Yi Sun [2009]).

37 „China's currency interventions served two goals: first, to promote export competitiveness, since export industries provided rapid productivity gains as well as new jobs and income; second, to build up reserves as a cushion against the risks associated with growing economic and financial integration, painfully illustrated by the experience of other countries in the 1997-8 Asian Crisis“ (Ferguson und Schularick [2009]).

38 Wei und Zhang (2011) können etwa die Hälfte des Anstiegs der Sparquote zwischen 1990 und 2007 damit erklären, dass die Eltern von Söhnen zusätzlich sparen, um die Chancen ihres Sohnes auf dem (von Männer-Überschuss dominierten) Heiratsmarkt zu verbessern.

39 An einem Lewis-Wendepunkt übersteigt der Durchschnittslohn das Marginalprodukt der Arbeit im Subsistenzsektor (Lewis [1954]).

40 Chamon et al. (2007).

41 Nach Palley (2011) werden 50% der chinesischen Exportgüter von Töchtern ausländischer Konzerne produziert, und weitere 26% von Joint ventures ausländischer mit chinesischen Firmen.

[42] Rosenzweig und Zhang (2014).
[43] Tyers (2013).
[44] Zhang und Barnett (2014).
[45] 2012 überstieg im Euroraum (17 Länder) die Sparquote (13%) die Investitionsquote ($8^1/_2$%).
[46] Tichy (2005). Corneo (2014) illustriert das Verunsicherungspotenzial, das aus der zunehmenden und zunehmend dauerhaften Arbeitslosigkeit resultiert: Nur 2% der 1935 Geborenen machten bis zu ihrem 40. Lebensjahr die Erfahrung einer einjährigen Arbeitslosigkeit; unter den 1963 Geborenen waren es bereits 28%. Die Unsicherheit wird darüber hinaus immer intensiver wahrgenommen (Slovic [1999]). Die politische Unsicherheit war in den USA wie in Europa in den letzten fünf Jahren um 50% höher als in den vorhergehenden Jahren (Frieling et al. [2014]).
[47] „The decline in government saving is easier to date with the beginning of President Ronald Reagan's huge defense buildup in 1981 that was not financed by corresponding increases in tax revenues leading to the famous fiscal and trade twin deficits of the 1980s. Nor were the minor wars in the 1990s tax financed by President G. W. Bush – who even cut taxes during these wars. And of course we have the massive increase in social spending under President Barack Obama with his universal, but severely underfinanced, health care expenditures" (McKinnon [2013] 4).
[48] IMF (2014) 51. „Two principal trends have narrowed the deficit in the past four years. First, the U.S. has benefited from an oil and gas boom, mostly because new drilling technologies have made it feasible to drill for oil and gas in states such as North Dakota, New York and Pennsylvania. That's pushed down the trade deficit by boosting petroleum exports and lowering oil imports. Petroleum exports reached a record high last year, while imports dropped nearly 11 percent. Secondly, low U.S. interest rates have reduced the payments foreigners have received on their holdings of U.S. Treasury bonds and other investments. Meanwhile, the payments that Americans receive on overseas investments have risen, boosting the nation's investment surplus" (http://www.dailymail.co.uk/wires/ap/article-2661340/US-current-account-deficit-jumps-14-year-low.html).
[49] Zu einem ähnlichen Ergebnis kamen Schularick und Taylor (2009): „[W]e then perform out-of-sample calculations of the ‚fair' exchange for China. This is the exchange rate that would eliminate such differences in wages between China and other countries as are not accounted for by lower productivity of Chinese workers. The result is telling: the point estimates vary, but the current exchange rate, after adjusting for differences in productivity, is clearly undervalued by somewhere between 30 and 48 per cent. … [A]n exchange rate adjustment of 30-50 per cent would simply erase the competitive advantage that China has built up relative to other developing countries over the past thirty years. Even a 50 per cent adjustment would result in Chinese wages reaching about 8 per cent of U.S. levels, instead of the current 4 per cent (compared to a productivity level of 20 per cent)."
[50] „We study three scenarios: a *gradual rebalancing* in which interest rates rise slowly over the next few decades, an *orderly sudden stop* in which foreigners suddenly stop lending to the United States and the real interest rate jumps but the U.S. economy is otherwise unscathed, and a *disorderly sudden stop* in which total factor productivity falls as lending ceases and interest rates spike. In all three scenarios, the U.S. trade balance will reverse in the long run as the United States stops borrowing and begins to service its debt" (Kehoe et al. [2012] 3).
[51] „A deep devaluation of the dollar from its historical norms will only worsen macroeconomic conditions, deflation on the periphery or inflation in the United States, within the trap *without* springing it" (McKinnon [2013]).

52 Hall und Miskin (1982).
53 Kotlikoff und Summers (1981).
54 Eurostat (2013).
55 Deaton (1992).
56 Die Lebenserwartung von Männern (bei der Geburt) ist in Österreich zwischen 1982 und 2012 um fast 10 Jahre (13%) auf 78 Jahre gestiegen; gegeben ein unverändertes Pensionsantrittsalter von 60 Jahren hat sich die Periode, für die angespart werden muss, von 9 auf 18 Jahre verdoppelt. Hielte der Trend an, stiege die Lebenserwartung 2042 auf $88^1/_2$ Jahre und die Periode, für die angespart werden muss, auf 28 Jahre. Noch dramatischer werden die Ergebnisse, wenn man von der Lebenserwartung 60-jähriger Männer ausgeht, die zwischen 1982 und 2012 um 31% gestiegen ist.
57 Gemäß einer Befragung der Oesterreichischen Nationalbank (Mooslechner und Schürz [2009]) haben 38% der österreichischen Haushalte bereits einmal geerbt, von denjenigen mit einem Haushalts-Nettoeinkommen über € 3000 sogar 50%. Im Durchschnitt wurden 56 Tsd. € Geldvermögen vererbt, allerdings mit starker Konzentration im oberen Bereich (Median-Erbschaft bloß 22 Tsd. €). Nach einer deutschen Befragung (Finanzgruppe 2007) legten 43% der Erben ihre Erbschaft längerfristig in Finanztiteln an; das resultiert nicht zuletzt daraus, dass zwei Fünftel der Erben über 65 Jahre alt sind.
58 Arora (2014) 13.
59 Lee et al. (2013).
60 2000-2001 traf ein weltweiter Rohstoffboom mit hohen Investitionen und niedrigen Zinsen zusammen.
61 Die Vergangenheit zeigt, dass Wachstumsraten, die nennenswert über 2% pro Kopf liegen, bloß in Aufholperioden beobachtet werden; die europäische Nachkriegsentwicklung zeigt das ebenso wie der gegenwärtige, allmählich abflachende Aufholprozess der Schwellenländer.
62 OECD (2007) Tab. 3.2.
63 2013 kauften die amerikanischen Konzerne eigene Aktien im Wert von 90 Mrd. $ zurück und sammelten erhebliche Kassenreserven an (allein die im S&P 500 gelisteten Firmen hielten 4,3 Mrd. $), obwohl sie zugleich ihre Verschuldung abbauten (Schoeller Bank [2014]).
64 Hahn und Hölzl (2011).
65 OECD Outlook 82, Abb. 3.1.
66 Brezis (1995). England wechselt zwischen 1790 und 1815 von einer Schuldner zu einer Gläubigernation (Brezis [1995]).
67 Hahn (2010).
68 Prasad (2007).
69 Chinn (2013) 73.
70 Kose et al. (2006); Mody und Murshid (2011).
71 „According to the State Administration of Foreign Exchange, China has $ 5.94 trillion in external financial assets as of end of the year 2013, up from $ 5.2 trillion at the end of 2012. That's more than half of the country's $ 8.3 trillion domestic economy, socked away in Treasury bonds and other securities – including hard assets – from continental Africa to California. That total includes the People's Bank of China's $ 3.88 trillion international reserve account, which accounts for 65% of the total foreign assets held by China. Most of that reserve is in the form of U.S. government bonds. China is the world's largest foreign holder of U.S. debt, with nearly $2 billion in outstanding Treasury securities. Meanwhile, China's outbound direct investment in other countries accounted for just 10% of foreign assets, with securities investments accounting for 4% and ‚other investments' – such as personal properties – making up another 20%" (http://xue.youdao.com/biarticle.a?articleId=-8996634998742706160&position=biarticle-source).

72 „In some ways China's economic model in the decade 1998-2007 was similar to the one adopted by West Germany and Japan after World War II. Trade surpluses with the U.S. played a major role in propelling growth. But there were two key differences. First, the scale of Chinese currency intervention was without precedent, as were the resulting distortions of the world economy. Second, the Chinese have so far resisted the kind of currency appreciation to which West Germany and Japan consented. We conclude that Chimerica cannot persist for much longer in its present form" (Ferguson und Schularick [2009]).

73 China geht damit nicht bloß ein erhebliches Währungsrisiko ein, sondern verzichtet auch auf höhere Zinserträge.

74 Cornelli (2009).

75 Tichy (2005); Frieling et al. (2014).

76 BIZ (2014) 114.

77 „We present new evidence that leverage in the financial sector has increased strongly in the second half of the twentieth century as shown by a decoupling of money and credit aggregates. We show for the first time how monetary policy responses to financial crises have been more aggressive post-1945, but how despite these policies the output costs of crises have remained large" (Schularick und Taylor [2009]).

78 Nach Hartmann ist Vertrauen eine Einstellung, die uns kooperativ, unsicher und verletzbar davon ausgehen lässt, dass etwas, was für uns wichtig ist, auch tatsächlich geschehen wird. „Dabei muss ich meiner Bank gar nicht in einem umfassenden Sinne vertrauen. Ich muss mich darauf verlassen können, dass sie mit meinem Geld ordentlich umgeht. Zum Vertrauen gehört auch, dass wir eine Alternative haben" (Hartmann [2014]).

79 Als besonders tragisch erwiesen sich die unrealistischen Zielsetzungen bei der Sanierung der südeuropäischen EU-Mitgliedstaaten, die bereits bei der Beschlussfassung überholt waren, deren zwangsläufige – und grundsätzlich vorhersehbare – „Verfehlung" die Krise massiv verschärfte (Tichy [2013]) und das Vertrauen in die Maßnahmen untergrub. Ähnlich vertrauensschädigend waren die überzogenen Lissabon-Ziele oder das gegenwärtige Ziel einer Anhebung der Industriequote von 16% auf 20% bis 2020.

80 Da, wie vorne erwähnt, der typische Erbe etwa 60 Jahre alt ist, wird das Erbe typischerweise gespart.

81 „[P]rior to the GFC [Global Financial Crisis], cheap credit in the US and Europe was due to the savings glut and this contributed to the bubble conditions in asset markets" (Laibson und Mollerstrom [2010]).

82 „Derivatives that helped inflate the 2007 credit bubble are being remade for a new generation. JPMorgan Chase & Co. is offering a swap contract tied to a speculative-grade loan index that makes it easier for investors to wager on the debt. Goldman Sachs Group Inc. is planning as much as 10 billion euros ($ 13.4 billion) of structured investments that bundle debt into top-rated securities, while ProShares last week started offering exchange-traded funds backed by credit-default swaps on company debt. Wall Street is starting to return to the financial innovation that helped extend the debt rally seven years ago before exacerbating the worst financial crisis since the Great Depression. The instruments are springing back to life as investors seek new ways to boost returns that are being suppressed by central bank stimulus. At the same time, they're allowing hedge funds and other investors to bet more cheaply on a plunge after a 145 percent rally in junk bonds since 2008" (Natarajan und Marsh [2014]). Siehe dazu auch Chui et al. (2014).

83 Abiad et al. (2009).

84 BIZ (2014) 131f.

Literatur

Abiad, Abdul; Leigh, Daniel; Mody, Ashoka, Financial integration, capital mobility, and income convergence, in: Economic Policy 24/58 (2009) 241-305.

Aizenman, Joshua; Sun, Yi, The financial crisis and sizable international reserves depletion: From „fear of floating“ to the „fear of losing international reserves“? (Department of Economics, UCSC UC Santa Cruz 200); online: http://www.escholarship.org/uc/item/6rf4r8v8f.

Aizenman, Joshua; Marion, N. P., The high demand for international reserves in the Far East: what is going on?, in: Journal of Japanese and International Economics 17/3 (2003) 370-400.

Allen, Franklin; Capie, Forrest; Fohlin, Caroline; Miyajima, Hideaki; Sylla, Richard; Wood, Geoffrey; Yafeh, Yishay, How important historically were financial systems for growth in the U.K., U.S., Germany and Japan? (Philadelphia 2010); online: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/10/p1027htm.htm.

Arora, Vipin; Tyers, Rod; Zhang, Ying, Reconstructing the savings glut: The global implications of Asian excess saving (= CAMA Working Paper 20/2014).

Bergier, J.-F., The industrial bourgeoisie and the rise of the working class, 1700-1914, in: Cipolla, C. M. (Hrsg.), The industrial revolution, Fontana Economic History of Europe (1973) 397-451.

Bernanke, Ben S., The global saving glut and the U.S. current account deficit (= Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, VA, 2005); online: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/.

Bernanke, Ben S.; Bertaut, Carol; Pounder DeMarco, Laurie; Kamin, Steven, International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007 (= Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 1014/2011).

BIZ, 84. Jahresbericht 2013/14 (Basel 2014).

Borio, Claudio; Disyatat, Piti, Unconventional monetary policies: an appraisal (= BIS Working Papers No 292, 2009).

Brezis, Elise S., Foreign capital flows in the century of Britain’s industrial revolution: new estimates, controlled conjectures, in: Economic History Review XLVIII/1 (1995) 46-67.

Caballero, Ricardo J.; Farhi, Emmanuel; Gourinchas, Pierre-Olivier, Financial crash, commodity prices, and global imbalances, in: Brookings Papers on Economic Activity (2008) 1-55.

Chamon, Marcos; Liu, Kai; Prasad, Eswar S., Income uncertainty and household savings in China (= NBER Working Paper No. 16565, Washington, D. C., 2010).

Chinn, M. D.; Ito, H., Current account balances, financial development and institutions: assaying the world „saving glut“, in: Journal of International Money and Finance 26 (2007) 546-69.

Chinn, M. D., Global imbalances, in: Caprio, Gerard (Hrsg.), The evidence and impact of financial globalization, Bd. 3 (2013) 67-89.

Chinn, M. D.; Eichengreen, Barry; Ito, H., Rebalancing global growth, in: Canuto, O.; Leipziger, D. (Hrsg.), Ascent after descent: Regrowing economic growth after the Great Recession (World Bank, Washington, D. C., 2012) 35-86.

Chui, Michael; Fender, Ingo; Sushko, Vladyslav, Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch, in: BIS Quarterly Review (September 2014) 35-47.

Clarida, Richard, Japan, China and the U.S. current account deficit, in: CATO Journal 25/1 (2005).

Choi, H.; Mark, N. C.; Sul, D., Endogenous discounting, the world saving glut and the US current account, in: Journal of International Economics 75 (2008) 30-53.
Cornelli, Flavia, The savings glut explanation of global imbalances: The role of underinvestment (= EU WP ECO 2009/41).
Corneo, G., Income equality from a lifetime perspective (= Keynote Lecture, Annual Meeting of the Austrian Economic Association, Wien 2014).
Deaton, Angus S., Understanding consumption (New York 1992).
Eichengreen, B., Losing interest (2014); online: http://www.project-syndicate.org/commentary/barry-eichengreen-examines-competing-explanations-for-three-decades-of-decline-in-real-interest-rates.
Engel, C.; Rogers, J. H., Expected consumption growth from cross-country surveys: Implications for assessing international capital markets (= IMF Staff Papers 56, Washington, D. C., 2009) 543-73.
Eurobarometer 79 (2013): Public opinion in the European Union, first results (European Commission, Brüssel 2013).
Eurostat, Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum stabil (Luxemburg 2013); online: epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-30042014-AP/DE/2-30042014-AP-DE.PDF.
Dooley, M. D.; Folkerts-Landau, XY; Garber, P., Direct investment, rising wages, and the absorption of excess labor in the periphery, in: Clarida, R. (Hrsg.), G-7 current account imbalances: Sustainability and adjustment (Chicago 2008) 103-132.
Ferguson, Niall; Schularick, Moritz, The end of Chimerica (= Harvard Business School WP 10-037, 2009).
Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Pressemitteilung 71/2007 (23.10.2007); online: https://www.dsgv.org/dsgv/dsgvpresseextern.nsf/B0366DFF595 DEC3AC125738 4003F2915/$FILE/PI_71-07_1.0.pdf.
Frieling, J.; et al., Versicherungen in Zeiten der Krise (2014); online: http://www.hwwi.org/fileadmin/hwwi/Publikationen/Studien/AON_HWWI_STUDIE.pdf.
Fritz, Hedwig, Geschichte – 150 Jahre Sparkassen in Österreich, Band 1 (Wien 1972).
Gille, Bertrand, Banking and industrialisation in Europe 1730-1914, in: Cipolla, C. M. (Hrsg.), The industrial revolution, Fontana Economic History of Europe (1973) 255-300.
Hahn, Franz R., Globale Kapitalmärkte – Chance oder Gefahr für Transformationsländer?, in: Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung 83/2 (2010) 137-148.
Hahn, Franz R.; Hölzl, Werner, Auswirkungen von Basel III auf die Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen in Österreich (Wifo, Wien 2011).
Hall, R.E.; Miskin, F. S., The sensitivity of consumption to transitory income: estimates from panel data on households, in: Econometrica 50/2 (1982) 461-81.
Hartmann, Martin, Die Praxis des Vertrauens (Frankfurt am Main 2011).
Hartmann, Martin, Vertrauen wird überschätzt, in: DIE ZEIT 34 (15.8.2014) 2.
Hartwell, R. M, The service revolution: The growth of services in modern economy, in: Cipolla, C. M. (Hrsg.), The industrial revolution, Fontana Economic History of Europe (1973) 358-396.
Horioka, C. Y.; Terada-Hagiwara, A., The determinants and long term projections of saving rates in developing Asia, in: Japan and the World Economy 18 (2012) 128-137.
IMF, World Economic Outlook – Recovery strengthens, remains uneven (Washington, D. C., 2014).
Ishizu, Mina, Commercial finance during the Industrial Revolution: a study of local, national and international credit (= presented at Economic History Society, Annual Conference, University of Nottingham, 2008; online: www.ehs.org.uk/dotAsset/3e6990db-068f-4196-a70d-359ef0b63e9f.pdf.

Kehoe, Timothy J.; Ruhl, Kim J.; Steinberg, Joseph B., A sudden stop to the savings glut and the future of the U.S. economy (= Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report, Minneapolis 2012).

Kehoe, Timothy J.; Ruhl, Kim J.; Steinberg, Joseph B., What will happen when foreigners stop lending to the United States? (2013); online: http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=5157.

Kehoe, Timothy J.; Ruhl, Kim J.; Steinberg, Joseph B., The end of the global savings glut and the future of the U.S. economy (2013); online: www.econ.umn.edu/~tkehoe/classes/SavingsGlut.pdf.\\bak.intern\dfs\User\mmesch\WINWORD\WuG\WuG4\glut_Kehoe_130306_sem1002_Kim Ruhl.pdf.

Keynes, J. M., The General Theory of Employment, Interest and Money (London 1936).

Kohn, Meir, Finance before the industrial revolution: An introduction (= Dartmouth College, Department of Economics, Working Paper 99-01, 1999).

Kose, A.; Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S.-J., Financial globalization: A reappraisal (= International Monetary Fund Working Paper 06/189, Washington, D. C., 2006).

Kotlikoff, L. J.; Summers, L. H., The role of intergeneration transfers in aggregate capital accumulation, in: Journal of Political Economy 89 (1981) 106-32.

Laibison, D.; Mollerstrom, J., Capital flows, consumption booms and asset bubbles: A behavioural alternative to the savings glut hypothesis (= NBER WP 15759, Washington, D. C., 2010).

Lee, Il Houng; Syed, Murtaza; Xueyan, Liu, China's path to consumer-based growth: Reorienting investment and enhancing efficiency (= IMF WP13/83, Washington, D. C., 2013).

Lewis, W. A., Economic development with unlimited supplies of labour, in: Manchester School 22/2 (1954) 139-191.

Lilley, Samuel, Technological progress and the industrial revolution 1700-1914, in: Cipolla, C. M. (Hrsg.), The industrial revolution, Fontana Economic History of Europe (1973) 187-254.

Lin, Yifu Justin; Treichel, Volker, The unexpected global financial crisis. Researching its root cause (= World Bank Policy Research Working Paper 593, Washington, D. C.).

Modigliani, Franco, The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth, in: Journal of Economic Perspectives 2/2 (1988) 15-40.

Mody, Ashoka; Panini Murshid, Antu, Growth from international capital flows: The role of volatility regimes (= IMF WP/11/90, Washington, D. C., 2011).

Mooslechner, P.; Schürz, M., Verteilung der Geldvermögen, in: Bundesministerium für Soziales und Konsumentenschutz, Sozialbericht 2007-2008 (Wien 2009) 275-99.

Myers, Margaret G., The New York money market, Volume I: Origins and development (New York 1931).

Natarajan, Sridhar; Marsh, Alastair, JP Morgan joins Goldman in designing derivatives for a new generation (2014); online: http://www.bloomberg.com/news/2014-08-12/swaps-reincarnate-boosting-debt-bets-in-new-era-credit-markets.html.

OECD, Economic Outlook 82, Chapter 3, Corporate saving and investment: Recent trends and prospects. Introduction and summary of the main results since 2001 (OECD, Paris 2007).

Palley, Thomas I., Explaining global financial imbalances: A critique of the saving glut and reserve currency hypotheses (= Macroeconomic Policy Institute WP 13, 2011).

Prasad, Eswar S.; Rajan, Raghuram G.; Subramanian, Arvind, Foreign capital and economic growth (= IZA Discussion Paper 3186, 2007).

Rosenzweig, Mark R.; Zhang, Junsen, Co-residence, life-cycle savings and intergenerational support in urban China (= Yale University Economic Growth Center Disc. Paper 131, 2014).

Schoeller Bank, Analysebrief 255 (Wien, Juli 2014).
Shin, H. S., Global banking glut and loan risk premium (= Paper presented at the 12th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the IMF, Washington, D. C., 2011); online: https://www.google.at/search?q=Shin%2C+H.S.+2011%2C+Global+banking+glut+and+loan+risk+premium++&ie=utf-8&oe=utf-8&aq=t&rls=org.mozilla:en-US:official&client=firefox-a&channel=sb&gfe_rd=cr&ei=ZijuU89coqHzB9PMgaAI.
Steindl, Josef, The role of household saving in the modern economy, in: Banca Nationale del Lavoro (1982) 69-88.
Temin, Peter, Financial Intermediation in the Early Roman Empire (= Working Paper 02-39, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, 2002).
Tichy, Gunther, Drei Phasen des Strukturwandels im österreichischen Kreditapparat, in: Österreichisches Bankarchiv 25/VIII (1977) 307-319.
Tichy, Gunther, Die „Neue Unsicherheit" als Ursache der europäischen Stagnation, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik 6/3 (2005) 385-407.
Tichy, Gunther, Die Staatsschuldenkrise als Krise des europäischen Finanzsystems, in: Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung 86/6 (2013) 473-492.
Tyers, R., Looking inward for transformative growth in China (= CAMA WP 48/2013).
Wainwright, Nicholas B., History of the Philadelphia National Bank; A century and a half of Philadelphia Banking,1803-1953 (Philadelphia 1953).
Wei, Shang-Jin; Zhang, Xiaobo, The competitive saving motive: Evidence from rising sex ratios and saving rates in China, in: Journal of Political Economy 199/3 (2011) 511-564.
Weizsäcker, C. C. von, Staatliches Gewaltmonopol, Staatsverschuldung und individuelle Vorsorge (= Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2011, Universität St. Gallen, Volkswirtschaftliche Beiträge 13, 2011).
Weizsäcker, C. C. von, Der Vorsorge Albtraum, in: Wirtschaftsdienst, Sonderheft: Verdient der Markt noch unser Vertrauen? (2013) 7-15.
Westerfield, Ray B., Banking principles and practice (1924).
White, Eugene N., Were banks special intermediaries in late nineteenth century America?, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review (May/June 1998).
Zhang, Yuanyan Sophia; Barnett, Steven, Fiscal vulnerabilities and risks from local government finance in China (= International Monetary Fund WP/14/4, Washington, D. C., 2014).

Zusammenfassung

Seit den letzten Jahren des vorigen Jahrhunderts ist nicht bloß in den wohlhabenden Industriestaaten sondern auch weltweit ein Überschuss des gewünschten Sparens über den Investitionsbedarf entstanden. Die Suche nach Anlagemöglichkeiten, drückte die Zinssätze, löste Kapitalmarktblasen aus und führte zu einem rezessiven Anpassungsmechanismus, der via gedrückte Löhne und Arbeitslosigkeit die Spar*fähigkeit* an den Bedarf an Ersparnissen anpasste. Die problematische Spanne zwischen Ersparnissen und Anlagebedarf wurde seit der Finanzkrise durch die Bemühungen eines Abbaus der Staatsschulden massiv verschärft. Die Analyse zeigte, dass wenig Hoffnung auf eine selbsttätige Schließung der Lücke durch höhere Unternehmensinvestitionen oder sinkende Sparneigung besteht. Auch der Einfluss der Wirtschaftspolitik auf private Spar- und Investitionstätigkeit sollte nicht überschätzt werden. Der Königsweg zur Schließung der Lücke wären öffentliche Investitionen in materielle und immaterielle Infrastruktur, die zugleich auch beschäftigungs- und wohlstandsfördernd wirkten; gegen sie spricht jedoch die weitverbreitete Aversion gegen Staatsschulden. Es gilt daher, entweder die Aversion gegen Staats-

verschuldung, jedenfalls zum Zweck produktiver Investitionen, abzubauen oder andere Wege zur Finanzierung dieser Investitionen aus den privaten Ersparnissen zu finden.

Abstract

Economic policy and even theory still act on the assumption of a scarcity of capital: Insufficient private saving restricts investment. Economic history demonstrates that this is true only in catch-up phases. In periods of „historically normal“ growth of about 2 percent companies need not resort to private savings. In the last two decades, before as well after the financial crisis, companies in the most developed industrial countries repaid debt rather than incurred new one: The capacity effect of reinvestment suffices. The resulting surplus of savings, the savings glut, depressed interest rates and reduced private demand, in consequence employment. Government debt rose, partly due to reduced tax receipts, partly to crisis induced expenditures. Economic policy should be aware of the fact that the saving glut will mark the future as well. If private saving is not reduced and/or additional employment for the surplus funds can be found, the recessive adjustment will go on until reduced income has decreased consumers’ ability to save.