

---

## Einige unkonventionelle Gedanken zum Leben nach der Krise

Gunther Tichy\*

---

Die derzeit laufende Diskussion über das Leben nach der Krise konzentriert sich auf zwei Aspekte: die Regulierung der Finanzindustrie und die Rückzahlung der Staatsschulden, die überall im Zuge der Krisenbekämpfung entstanden sind. Das sind jedoch, wie im Folgenden provozierend behauptet wird, nicht die zentralen und nicht die wichtigsten Aspekte: Es wird erstens gezeigt, dass die geplante Regulierung der Finanzmärkte wegen der Stärke und des Einflusses der anglo-amerikanischen Finanzlobbies wohl unzureichend ausfallen wird; deswegen und wegen des weltweiten Überangebots an Anlage-suchenden Mitteln werden die Finanzmärkte krisenanfällig bleiben. Zweitens wird argumentiert, dass die Rückzahlung der Staatsschulden in *kurzer* Frist, wenn überhaupt, bloß in eher bescheidenem Umfang stattfinden kann und wird – ob man das will oder nicht. Zu analysieren und zu lösen ist daher weniger die Frage, wie man die Staatsschulden möglichst rasch los wird, als vielmehr das Problem, wie man mit einer längerfristig höheren Staatsverschuldung zurechtkommt, und welche Instrumente zur Milderung ihrer negativen Auswirkungen entwickelt und eingesetzt werden können. Das dritte Problem, das die gegenwärtige Diskussion vernachlässigt, ist die mangelnde Krisenfestigkeit der Wirtschaft: Es gilt Instrumente zu implementieren, die verhindern, dass in Zukunft Schocks, wie etwa eine spekulative US-Wohnbaukrise, derart drastische Folgen für Produktion und Arbeitsmarkt auch in anderen Ländern haben, selbst in solchen, die mit den USA wirtschaftlich bloß wenig verflochten sind. Zur Begründung dieser drei unkonventionellen und provokanten Thesen ist eine neue und differenzierende Sicht auf die Ursachen der gegenwärtigen Krise erforderlich.

### Anlagenotstand der Banken als zentrale Ursache der Krise

An der Oberfläche mögen die amerikanische *subprime crisis* und ihre inzwischen weltweiten Auswirkungen nach einer Mischung von unverantwortlicher Kreditvergabe und drastischer Unterschätzung von Anlagerisiken durch die Finanzinstitutionen aussehen: „Kredithaie“ verführten unbedarfte Bürger zu systematisch unüberlegten Immobilienkäufen auf

Kredit, die „Gier“ in den Chefetagen der Finanzriesen erfand die Finanzinnovationen der Derivate und des „*bundling*“, um diese hoch riskanten Kredite „Ahnungslosen“ zu verkaufen.<sup>1</sup> Diese Einschätzung der Massenmedien ist keineswegs falsch, aber dennoch nicht ungefährlich, weil sie den Eindruck erweckt, wohlüberlegtes und ‚anständigeres‘ Verhalten der Banken hätte die Krise vermeiden können.

Die wahren Ursachen der gegenwärtigen Krise gehen über die Praktiken der Finanzinstitutionen weit hinaus:<sup>2</sup> Sie liegen vor allem in der enormen, weltweiten Vermögensakkumulation, die ertragreiche Anlagemöglichkeiten sucht, und zwar vor allem in *Finanzanlagen*. Dieser rasch wachsenden Akkumulation von Finanzvermögen stehen (relativ dazu) eine beschränkte Kreditnachfrage und unzureichende Realinvestitionen gegenüber, was einerseits zu einer Spekulationswelle, andererseits zu einem Anlagenotstand der Banken geführt hat. Empirische Studien konnten belegen, dass der dramatische Konditionen-Wettbewerb am Markt der US-Wohnbaufinanzierung nicht von den traditionellen Wohnbaufinanziers ausging, sondern von Großbanken, die mangels anderer Anlagemöglichkeiten mit Kampfkonditionen in diesen für sie neuen Markt drängten.<sup>3</sup> Dazu kam der Druck der ‚Finanzmärkte‘ – d. h. natürlich der Sparer und der von ihnen beauftragten Finanzindustrie – auf Erzielung zweistelliger Renditen, die in einer mit niedrigen einstelligen Raten wachsenden Wirtschaft zwangsläufig bloß mit extrem hohen Risiko erzielbar sind – und auch das nur von wenigen Spitzenreitern, denen unweigerlich Verluste der Übrigen gegenüberstehen müssen.

Das Überangebot Anlage-suchender Mittel auf den Finanzmärkten resultierte in den USA aus der zunehmenden Akkumulation und Konzentration der Vermögen in wenigen Händen sowie aus der expansiven Geldpolitik der jüngeren Vergangenheit, die den Anlagedruck durch billige Kredite verstärkte.<sup>4</sup> In Europa ergab sich der Anlagedruck vor allem aus dem Heranwachsen der ersten Erbgeneration nach der Vernichtung der Finanzvermögen durch zwei Kriege und die tiefe Krise der Dreißigerjahre,<sup>5</sup> in Asien und Lateinamerika aus den hohen Öl- und Rohstoffpreisen und der exportorientierten Wirtschaftspolitik. Letzteres führte zu einer Umkehr der internationalen Finanzströme: Üblicherweise gehen Theorie und Empirie davon aus, dass reiche Länder sparen und die Mittel an arme Länder transferieren – „*capital flows downhill*“. Die ärmeren Länder verschulden sich, um durch zusätzliche Investitionen ihren Entwicklungsrückstand aufzuholen. Die These vom *downhill flow* stimmt nicht immer – siehe die internationale Verschuldung und das Leistungsbilanzdefizit der USA<sup>6</sup> –, aber sie stimmt zumeist, jedenfalls im vorigen Jahrhundert. In den letzten eineinhalb Jahrzehnten hat sich das jedoch markant geändert: Nicht bloß China und Südost-Asien, alle Öl- und Rohstoffproduzenten, auch die lateinamerikanischen Länder, haben Sparüberschüsse – „*capital flows*

*uphill*“, von Arm zu Reich. Das hat eine Reihe von Ursachen: Die zunehmende Knappheit und die dadurch bedingten Preissteigerungen von energetischen und sonstigen Ressourcen durch deren allmähliche Erschöpfung und den wirtschaftlichen Aufholprozess von China und Indien, die merkantilistische Politik Chinas und SO-Asiens und die dadurch bedingte Unterbewertung ihrer Währungen, die traditionell hohe und durch den Zusammenbruch der herkömmlichen sozialen Sicherungssysteme weiter verstärkte Sparneigung dieser Länder, die Neigung der asiatischen und afrikanischen Reichen, ihr Geld im ‚Westen‘ sicher anzulegen, aber auch das Strukturproblem, dass zusätzliche Fremdmittel in diesen Ländern mangels entwickelter Kapitalmärkte gar nicht leicht untergebracht werden können.<sup>7</sup> Den zusätzlichen Anlage-suchenden Mitteln stand nicht zuletzt deswegen eine beschränkte Kreditnachfrage gegenüber, weil die EU-Staaten von der Kommission in Vollzug der 3%- bzw. 60%-Grenzen zu zurückhaltender Verschuldung gedrängt wurden – nicht auszudenken, was passiert wäre, wenn die USA nicht ausufernde Budgetdefizite zu finanzieren gehabt hätten!

Der Anlagennotstand der Banken führte zu riskanter Kreditvergabe und der geradezu krampfhaften Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten: Es ist kein Zufall, dass gerade die Banken in Deutschland, dem Land mit dem größten Sparüberschuss, besonders viele der amerikanischen *Junk*-Papiere kauften. Und die Renditegier der neuen Reichen<sup>8</sup> drängte die Finanzindustrie zur Erfindung immer neuer Anlageformen, die nicht zuletzt dadurch hoch riskant waren, dass sie die eigenen Mittel der Anleger durch Fremdmittel streckten, um durch diesen ‚Hebel‘ die Rendite des eingesetzten Kapitals zu steigern.<sup>9</sup>

Der Beitrag der Unternehmungen zur Schärfe der Krise lag in ihrer – nicht zuletzt von den Finanzmärkten verlangten – kurzfristigen Renditemaximierung, in ihrer Strategie, externes Wachstum durch Fusionen statt durch internes, Innovation und Investition, zu forcieren, und sich zu verschulden, teils um die Fusionen zu finanzieren, teils um durch die Hebelwirkung eine höhere Eigenkapitalrendite zu erzielen.<sup>10</sup> Dazu kam die modisch-lemminghafte Konzentration der Manager auf einseitige Strategien: *Just-in-time*-Produktion mit vollständigem Verzicht auf Lager, Konzentration auf einen sehr eingeschränkten Bereich von ‚Kernaktivitäten‘, radikale Kostenminimierung und kurzfristige Optimierung. Durch alle diese Strategien wurde die Abhängigkeit der Firmen von sehr engen Einzelproduktmärkten und Einzelkunden verstärkt, ihre Flexibilität verringert, Reserven vernichtet und die Anfälligkeit für Schocks stark erhöht. Jede Störung musste sofort auf Produktion, Substanz und Beschäftigung durchschlagen; viele Firmen wurden insolvent, obwohl sie mit einer längerfristigen Strategie durchaus lebensfähig gewesen wären.

## Wie geht es weiter?

In der unmittelbaren Gegenwart ist der Anlagenotstand der Banken temporär behoben: Die Vertrauenskrise hat dazu geführt, dass sie Liquidität horten, und die Kreditnachfrage der Regierungen ist als Folge der konjunkturbedingten Steuerausfälle und der Konjunkturstützenden Ausgaben markant gestiegen. Mit der allmählichen Überwindung der Krise wird sich das jedoch ändern: Die Regierungen, nicht zuletzt auch die der USA, werden ihre Budgetdefizite zumindest zurückfahren müssen, und es ist zu erwarten, dass die Krise die Manager die Gefahren überhöhter Verschuldung zwecks externen Wachstums gelehrt hat. Hingegen gibt es wenig Grund anzunehmen, dass sich die Akkumulation von Finanzkapital abschwächen wird:

- Die wachsende Energie- und Rohstoffnachfrage der Schwellenländer wird die Preise hochhalten, und es ist wahrscheinlich, dass die Rohstoff- und Energieproduzenten ihre Überschüsse weiterhin auf den westlichen Finanzmärkten anlegen.
- Die SO-asiatischen Schwellenländer werden ihre merkantilistische Politik und die exportfördernde Unterbewertung ihrer Währungen schon aus beschäftigungspolitischen Gründen nicht so bald aufgeben (können).
- Die zunehmende Einkommensungleichheit in den USA und in Europa wird die Sparquote hochhalten, da die Bezieher hoher Einkommen bekanntlich mehr sparen (können) als die niedriger.<sup>11</sup>
- Die Bedeutung von Erbschaften für die Bildung von Finanzkapital wird weiter zunehmen: Nach einer Befragung der Oesterreichischen Nationalbank<sup>12</sup> haben 38% der österreichischen Haushalte bereits einmal geerbt, von denjenigen mit einem Haushalts-Nettoeinkommen über € 3000 sogar 50%. Im Durchschnitt wurden 56.000 € vererbt, allerdings mit starker Streuung (Median-Erbschaft 22.000 €). Nach einer deutschen Befragung<sup>13</sup> legten 43% das ererbte Geld längerfristig in Finanztiteln an, was bedeutet, dass ihre Erben in Zukunft noch mehr erben und wohl gleichfalls in Finanztiteln anlegen werden.

Unter diesen Bedingungen ist eine schärfere Regulierung des Finanzwesens eine notwendige, aber keineswegs eine hinreichende Bedingung für weitere Wiederholungen der Finanzkrise. Solange ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage nach Finanzmitteln und damit ein Anlagenotstand der Banken besteht, wird es zwangsläufig immer wieder zu einer ‚*competition in laxity*‘ bei der Kreditvergabe kommen, und solange die Anleger glauben, in einer mit rund (real) 2% wachsenden Wirtschaft zweistellige Renditen verlangen zu können (und teils vorübergehend, teils

bloß scheinbar auch erzielen), werden stets neue hoch riskante Anlage-Instrumente erfunden werden, die früher oder später obsolet werden (müssen).

Noch wichtiger – und für viele wohl überraschend – sind aber die Folgen des Überangebots an Finanzmitteln für die Staatsfinanzierung. Um das verständlich zu machen, müssen die Grundzüge der Saldenmechanik in Erinnerung gerufen werden.

### Das Budgetdefizit bei einem Überangebot an Finanzmitteln

Das Finanzierungssystem eines Landes, oder auch der Welt als Ganzes, folgt zwangsläufig einfachen arithmetischen Bedingungen: Der Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ist identisch gleich der Finanz-Ersparnis,<sup>14</sup> in der im Folgenden verwendeten Terminologie dem Finanzierungssaldo. Dieser ist wiederum zwangsläufig gleich der Differenz zwischen der Veränderung der Finanzaktiva und der Veränderung der Finanzpassiva, also der zusätzlichen Ent- oder Verschuldung. Die folgende Übersicht teilt diese Finanzierungsrechnung nach den Sektoren Haushalte, Unternehmen, Staat und Ausland auf. Der Finanzierungssaldo des Auslands entspricht der inländischen Leistungsbilanz mit umgekehrten Vorzeichen: Wenn das Inland (Österreich) mehr im Ausland ausgibt (importiert), als es einnimmt (exportiert), hat es ein Leistungsbilanzdefizit und das Ausland einen positiven Finanzierungssaldo (es nimmt mehr ein, als es ausgibt). Für alle vier angeführten Sektoren zusammen müssen die Einnahmen gleich den Ausgaben sein, der Finanzierungssaldo der Weltwirtschaft ist demgemäß zwangsläufig gleich null.

|                              | Private Haushalte | Unternehmen | Staat | Ausland |
|------------------------------|-------------------|-------------|-------|---------|
| Einnahmen                    | .                 | .           | .     | .       |
| - Ausgaben                   | .                 | .           | .     | .       |
| Finanzierungssaldo           | +                 | –           | 0     | 0       |
| Veränderung d. Finanzaktiva  | .                 | .           | .     | .       |
| Veränderung d. Finanzpassiva | .                 | .           | .     | .       |

Üblicherweise haben die Haushalte einen Finanzierungsüberschuss, sie akkumulieren Finanzaktiva, und die Unternehmen haben Finanzierungsdefizite, sie finanzieren ihre Investitionen teilweise fremd. Geht man von der üblichen Forderung aus, dass Staatsbudget und Leistungsbilanz ausgeglichen sein sollen (Finanzierungssaldo jeweils null, wie in der obigen Übersicht dargestellt), *muss* die ‚Ersparnis‘ der Haushalte genau der ‚Verschuldung‘ der Unternehmen entsprechen. Sparen die Haushalte mehr,

*müssen* sich die Unternehmen um genau diesen Betrag stärker verschulden.<sup>15</sup> Bei diesen Identitäten der Saldenmechanik setzt nun die von den meisten übersehene Finanzierungsproblematik der Schuldentilgung ein: Wenn der Staat seine Schulden abbauen, und zu diesem Zweck Budgetüberschüsse (= positive Finanzierungssalden) erreichen möchte, wie das jetzt weithin gefordert wird,<sup>16</sup> setzt das voraus, dass entweder die Haushalte um genau diesen Betrag weniger sparen, die Unternehmen sich um genau diesen Betrag stärker verschulden oder dass sich das Ausland in Österreich in dieser Höhe verschuldet (d. h. dass Österreich einen Leistungsbilanzüberschuss erzielt).<sup>17</sup>

Saldenmechanisch ist das zwangsläufig: Die Identität *muss* ex post in jedem Zeitpunkt gelten. Die Form der Anpassung, welcher Sektor sich kompensatorisch verschuldet, kann von der Wirtschaftspolitik jedoch in Grenzen beeinflusst werden. Der neoklassische Automatismus impliziert sinkende Zinsen als Folge staatlicher Schuldentilgung, wodurch private fremdfinanzierte Investitionen ausgelöst werden – der Finanzierungssaldo der Unternehmen würde bei dieser Anpassung also negativer. Geht man allerdings, in Einklang mit den vorliegenden mittelfristigen Prognosen<sup>18</sup> davon aus, dass das Wachstum auch 2011 oder 2012 noch schwach, die Kapazitätsauslastung unzureichend und die Arbeitslosigkeit hoch sein wird, erscheint der neoklassische Weg nicht bloß unwahrscheinlich (auch niedrige Zinsen werden keine Investitionen auslösen), sondern auch nicht zielführend: Die restriktive Budgetpolitik würde das Wachstum weiter schwächen, mit der Folge schwacher Steuereinnahmen, die den Versuch des Schuldenabbaus weitestgehend konterkarieren.

Eine Alternative zur Kompensation der Verringerung des staatlichen Finanzierungsdefizits durch Unternehmensverschuldung wäre ein Finanzierungsdefizit des Auslands, also ein österreichischer Leistungsbilanzüberschuss – die übliche Strategie des exportgetriebenen Wachstums. Geht man allerdings davon aus, dass alle europäischen Industriestaaten – und ferner besonders markant die USA – vor demselben Problem der erwünschten Reduzierung der Staatsschulden stehen werden, kann wohl nicht mit einer guten Weltkonjunktur gerechnet werden. Einen höheren Leistungsbilanzüberschuss könnte Österreich daher kaum durch höhere Exporte erreichen, eher schon durch sinkende Importe, vor allem wenn die Konjunktur schwach bleibt.<sup>19</sup>

Bleibt als dritte Alternative eine Reduzierung des Finanzierungsüberschusses der privaten Haushalte. Das bedeutet weniger Sparen und mehr Konsum, und das wäre die einzige Lösung, die mit guter Konjunktur und geringer Arbeitslosigkeit vereinbar wäre. Allerdings ist sie im Zeitalter der Erbgeneration, der sinkenden Lohnquote, der Verunsicherung und der zunehmend ungleichen Einkommensverteilung nicht sehr wahrscheinlich und auch nicht leicht durchzusetzen.



Die Schlussfolgerung lautet: Saldenmechanische Überlegungen zeigen deutlich, dass der Versuch eines *raschen* Abbaus der Staatschulden mit großer Wahrscheinlichkeit zu einer langen Periode gedämpften Wachstums und anhaltender Arbeitslosigkeit führen würde. Gegen die vorstehenden saldenmechanischen Überlegungen kann nicht eingewendet werden, dass sie die Existenz eines globalen Finanzmarktes ignorieren. Denn der *österreichische* Finanzierungssaldo ist die Differenz zwischen den *österreichischen* Einnahmen und den *österreichischen* Ausgaben: Wenn der *österreichische* Staat seinen negativen Finanzierungssaldo reduziert, d. h. weniger ausgibt, als er einnimmt, müssen die *österreichischen* Gesamtausgaben zurückgehen (= Rezession), wenn nicht andere Österreicher, Unternehmen oder Haushalte, mehr ausgeben – das ist Trivialität gemäß Adam Riese.

Die Proponenten eines raschen Abbaus der in der Rezession angehäuften Staatsschulden betonen, dass eine Verpflichtung zum Schuldenabbau nicht bloß gemäß den Maastricht-Kriterien bestehe, sondern dass auch die Zinsen das Budget erheblich belasten und seine Flexibilität einschränken. Der Vorsitzende des Staatsschuldenausschusses sieht darüber hinaus die Gefahr, dass die internationalen Finanzmärkte „das Land abstrafen“.<sup>20</sup> Diese Argumente sind natürlich nicht falsch, bedürfen aber doch einer Relativierung und einer Abwägung der jeweiligen Folgen.

Die Maastricht-Kriterien waren nie unumstritten und wurden keineswegs strikt eingehalten – am Wenigsten von politisch einflussreichen Ländern.<sup>21</sup> Es bleibt abzuwarten, wie viele Staaten in welchem Zeitraum die 60%-Schuldenquote wieder erreichen werden und wie die EU-Wirtschaftspolitik auf die Nicht-Erreichung reagieren wird. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Staatsschuldenquote in jeder Rezession gestiegen ist und in der jeweils darauf folgenden Konjunktur bedauerlicherweise bestenfalls marginal gesenkt wurde: In Österreich lag sie in der ersten Hälfte der 1970er-Jahre noch bei 10%, in der zweiten waren es bereits 20%, Ende der 1980er-Jahre um die 50%. Seither lagen die Schuldenstandsquoten um die 60%, und sie werden diesen Wert in den nächsten beiden Jahren nicht bloß in Österreich erheblich überschreiten. Stets – bei 20% wie bei 60% – klagte man über Zinsenbelastung und Finanzierungsprobleme, forderte eine drastische Einschränkung der Staatsausgaben – und gewöhnte sich dennoch bald an die höhere Quote. Ähnlich wird es wohl auch mit den fast 80% geschehen, die der Staatsschuldenausschuss (2009, S. 87) gemäß seinem Bericht für 2013 erwartet.

Was Zinsenbelastung und Finanzierbarkeit („abstrafen“) betrifft, muss man zwischen Inlands- und Auslandsfinanzierung unterscheiden. Angesichts der hohen österreichischen Sparquote erscheint eine Finanzierung der Staatsschulden im Inland durchaus möglich. Dann aber sind die vom Staat gezahlten Zinsen Einkommen der Bürger, die insofern in ihrer

Gesamtheit nicht belastet werden. Dass die Zinsen vom Staat besteuert werden, verringert sogar seine Netto-Finanzierungslast.<sup>22</sup> Natürlich bleibt das Problem, dass die Zinseinkommen eher den Vermögenden zugute kommen, doch das gehört zu den normalen (und grundsätzlich lösbaren) Problemen der Umverteilung und der Umverteilungspolitik.

Abschließend soll noch einmal betont werden, dass dieser Beitrag nicht für höhere Staatsschulden per se und deren Perpetuierung argumentiert. Er sieht die Probleme hoher und steigender Staatsverschuldung durchaus. Doch das Problem, das sich für das Leben nach der Krise stellt, ist nicht, ob Staatsverschuldung gut oder schlecht ist, sondern welche Folgen unterschiedliche Strategien zur Beseitigung der krisenbedingten Schulden nach sich zögen: Welche Folgen hätte ein rascher Abbau der Staatsschulden ohne Rücksicht auf die Reaktion der Finanzierungssalden, und welche Finanzierungssalden müssten sich mit welchen Folgen ändern. Die gängigen Plädoyers für raschen Schuldenabbau vernachlässigen die saldenmechanischen Folgen ihrer Vorschläge völlig, und sie übersehen, dass sinkende Staatsausgaben in der Rezession zu sinkenden Staatseinnahmen führen, das Defizit also eher größer als kleiner wird und die Schulden weiter steigen.

### **Nationaler Handlungsbedarf und -spielraum**

Die vorstehenden Überlegungen haben gezeigt, dass die üblichen Analysen der gegenwärtigen Wirtschaftskrise zwei Aspekte vernachlässigen: das weltweite Überangebot an Ersparnissen mit dem daraus resultierenden Anlagenotstand der Banken und die rigide Kurzfrist-Optimierungspolitik der Produzenten, die zum Verlust an Flexibilität und Krisenbewältigungspotenzial geführt haben. Die endgültige Überwindung der gegenwärtigen Krise und die Verhinderung einer Wiederholung setzen daher mehr voraus als eine schärfere Regulierung der Finanzindustrie und eine Reduzierung der Staatsausgaben zwecks rascher Schuldentilgung.

Die Probleme des weltweiten ‚Übersparens‘, dessen Anlage in ‚westlichen‘ Finanztiteln und den daraus resultierenden Anlagenotstand der Banken wird die österreichische Politik nicht lösen können. Das Problem wird sich wahrscheinlich sogar noch verschärfen, wenn alle Staaten zugleich versuchen, ihre Staatsschulden zu verringern. Gleichermaßen kann eine strengere Kontrolle der Finanzmärkte und der Finanzinnovationen sowie die Reregulierung der Banken letztlich nur weltweit gelingen. Doch sollte nicht übersehen werden, dass dennoch ein gewisser nationaler Spielraum besteht. Auch die österreichische Politik kann und muss daher ihren Beitrag leisten und für die Zeit nach der Krise vorsorgen.

Der wichtigste Ansatzpunkt der Politik ist wohl darin zu sehen, dass der Abbau der Staatsschulden bloß bei guter Konjunktur und mit Bedacht-



nahme auf die Finanzierungssalden der anderen Sektoren erfolgen sollte.<sup>23</sup> Im Einzelnen heißt das, dass entweder der Finanzierungsüberschuss der Haushalte gesenkt oder ein Finanzierungsdefizit des Auslands, also ein österreichischer Leistungsbilanzüberschuss, angestrebt werden sollte. Letzterer wird in nennenswerter Höhe angesichts des zu erwartenden langsamen Wachstums, jedenfalls der Wirtschaft der Industriestaaten, wohl nicht leicht zu erreichen sein.<sup>24</sup> Doch für eine Verringerung des Haushaltssparens, also eine Forcierung des privaten Konsums, gibt es eine Reihe von Ansatzpunkten. Diese reichen vom Abbau der Sparförderung über die Besteuerung von Grundstücken und sonstigem Vermögen<sup>25</sup> sowie von Vermögenstransfers bis zu einer Verringerung der Spreizung zwischen hohen Einkommen mit hoher Sparneigung und niedrigen mit deutlich geringerer. Dafür stehen neben Lohn- und Einkommenspolitik auch die Steuer- und Sozialversicherungspolitik zur Verfügung. Zu beachten ist, dass es dabei nicht primär um Umverteilungspolitik als solche geht, sondern um Begleitmaßnahmen zu einem störungsfreien Abbau der Staatsschulden einerseits, um eine Umkehr des Trends zu ungleicherer Einkommens- und Vermögensverteilung andererseits, der zur Konsumschwäche wie zum Überangebot an Anlage-suchenden Finanzmitteln erheblich beigetragen hat.

Der zweite Bereich, in dem die heimische Wirtschaftspolitik initiativ werden könnte und müsste, betrifft die Stärkung der Krisenfähigkeit der österreichischen Wirtschaft. Krisen wird es auch in Zukunft aus verschiedenen Gründen – finanziellen, ressourcenbedingten, politischen oder militärischen – immer wieder geben.<sup>26</sup> Es gilt dafür zu sorgen, dass Länder und Firmen diese Krisen ohne dauerhaften Schaden überstehen. Eine Erhöhung der Überlebenswahrscheinlichkeit der Firmen bei Schocks würde nicht bloß die Vernichtung von physischem und von Humankapital verhindern, sondern auch Sicherheit für die Mitarbeiter schaffen und das Vertrauen in die österreichische Wirtschaft stärken. Eine wichtige Voraussetzung dafür wäre höheres Eigenkapital. Derzeit sind viele Firmen in ‚normalen‘ Zeiten an einer entsprechenden Eigenkapitalquote gar nicht interessiert:<sup>27</sup> Die Hebelwirkung von Krediten ermöglicht eine hohe Eigenkapitalrendite und die Abwälzung eines erheblichen Teils der Risiken auf die Kreditgeber. In Krisenzeiten, wenn die Firma in ihrer Existenz bedroht ist, werden jedoch die Nachteile einer solchen Taktik schlagend – aber dann ist es zu spät. Als Instrumente, die die Firmen in Richtung höheren Eigenkapitals drängen, könnten etwa die Beseitigung der steuerlichen Absetzbarkeit von Fremdkapitalzinsen, eine steuerliche Begünstigung der Aufnahme von Eigenkapital (etwa fiktive Eigenkapitalverzinsung), die Ersetzung der Gesellschaftssteuer durch eine Börsenumsatzsteuer oder die Bindung staatlicher Förderungen an eine Mindesteigenkapitalquote in Frage kommen.<sup>28</sup>

Eine weitere Voraussetzung einer höheren Überlebenswahrscheinlichkeit der Firmen bei Schocks ist der Übergang von kurzfristigen zu längerfristigen Strategien. Ein Instrument, auf das die Politik einen gewissen Einfluss hat, ist die Entlohnung der Manager. So etwa wurde vorgeschlagen, dass die Bonifikationen nicht auf den kurz-, sondern bloß auf den mittelfristigen Erfolg abstellen dürfen,<sup>29</sup> die Einlösung von Aktienoptionen also z. B. erst nach vier Jahren möglich ist, wie das in Deutschland jüngst gesetzlich festgelegt wurde. Noch wichtiger, aber von der Politik kaum zu beeinflussen, wäre die Abkehr von der, von den Beratern forcierten, Kurzfristoptimierung hin zu Strategien, die Flexibilität und Krisenfestigkeit sichern. Dazu gehört ein bewusst gestreutes Produktions- und Kundenportfolio anstelle der übermäßig forcierten Konzentration auf Kernaktivitäten ebenso wie etwa das Halten von Pufferlagern, anstelle der völligen Abhängigkeit von *Just-in-time*-Lieferungen. Schließlich wird man, keineswegs bloß in Österreich, die Position der Wettbewerbspolitik gegenüber Fusionen überdenken müssen. Die EU-Kommission wie die österreichische Regierung vertrauen (zum Teil noch immer) der Macht der Größe und glauben, die jeweilige Wettbewerbsposition durch die Schaffung nationaler Champions und Nutzung von Skalenerträgen verbessern zu können. Entstanden sind dabei bestenfalls Großunternehmen vom Typ *too big to fail*, deren temporäres Überleben in Krisen durch staatliche Stützungen gesichert werden muss.<sup>30</sup> Auch auf dieser Ebene gilt, dass ein Portfolio von unterschiedlichen, mittelgroßen Unternehmungen erheblich krisensicherer ist als ein einziger großer Champion.

## Anmerkungen

\* Der Autor dankt Margit Schratzenstaller für wertvolle Anregungen.

<sup>1</sup> Die Zeit (24. 1. 2008).

<sup>2</sup> Tichy (2009b).

<sup>3</sup> Dell'Ariccia (et al 2008). Das wurde durch die Deregulierung ermöglicht, die Markteintritt durch Margenunterbietung erlaubte; der Risikoaufschlag für eine *Subprime*-Hypothek sank dadurch von 2,8% im Jahr 2001 auf 1,3% Anfang 2007; Sapir (2008) 88f.

<sup>4</sup> Bloß ein Teil der ‚Wohnbaukredite‘ wurde zur Schaffung von Wohnraum verwendet (Sapir (2008)), besonders in den Jahren 2002-07, in denen zeitweise vier Fünftel anders eingesetzt wurden (Sinn (2009) 112).

<sup>5</sup> Tichy (2009a). In Österreich ist das Geldvermögen der privaten Haushalte zwischen 1980 und 2007 von 130% des verfügbaren Netto-Einkommens auf 270% gestiegen.

<sup>6</sup> Der Sparüberschuss eines Landes entspricht seinem Leistungsbilanzüberschuss, dem Überschuss seiner Einnahmen über seine Ausgaben.

<sup>7</sup> Prasad (2008); Prasad, Subramanian (2007). In den neuen Mitgliedsländern der EU fließt Kapital hingegen nach wie vor *„downhill“*, da es dort mit Hilfe ausländischer Banken gelungen ist, einen entsprechenden Kapitalmarkt aufzubauen; Abiad (2009).

<sup>8</sup> „Nichts ist den Männern als sichtbare Grenze des Reichtums gesetzt; die von uns jetzt das meiste besitzen, gieren ja doppelt“ (Solon ~ 600 v. Chr.).

- <sup>9</sup> Die amerikanischen Investmentbanken Bear Sterns und Carlyle arbeiteten mit einem Hebel von 1:33, doch in Einzelfällen, nicht zuletzt auch in Deutschland, gab es Hebel in der Größenordnung von 50!
- <sup>10</sup> Zum nicht geringen Teil erfolgte das auf Druck der Finanzmärkte (der ‚Renditegier‘ der Aktionäre).
- <sup>11</sup> Nach Berechnungen von DI Wüger vom Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung liegt die Konsumneigung der untersten beiden Dezile der Familien bei etwa  $1\frac{1}{4}$ , d. h. sie müssen sich per Saldo verschulden, des obersten bei etwa  $\frac{3}{4}$  – d. h. sie sparen.
- <sup>12</sup> Mooslechner und Schürz (2009).
- <sup>13</sup> Finanzgruppe (2007).
- <sup>14</sup> In den Ausgaben der Finanzierungsrechnung sind nicht bloß die laufenden Ausgaben, sondern auch die Investitionsausgaben enthalten.
- <sup>15</sup> Im Durchschnitt der Jahre 2002-2006 hatten die Haushalte einen Finanzierungsüberschuss von 9,9 Mrd. €, Unternehmungen, Staat und Ausland hatten Finanzierungsdefizite von 5,6 Mrd. €, 3,3 Mrd. € und 2,6 Mrd. €; der Finanzsektor, hatte, offenbar durch Bewertungsgewinne, einen Finanzierungsüberschuss von 1,2 Mrd. €; Oesterreichische Nationalbank (2007).
- <sup>16</sup> Siehe etwa den Bericht über die Präsentation des Staatsschuldenberichts 2009 durch den Vorsitzenden des Staatsschuldenaussschuss in: „Die Presse“ (9. 7. 2009) 15.
- <sup>17</sup> Natürlich ist auch eine Kombination dieser Alternativverschuldungen möglich.
- <sup>18</sup> Baumgartner et al. (2009).
- <sup>19</sup> Doch bleibt die Frage, ob der Rückgang der Importe stärker ausfallen wird als der der Exporte.
- <sup>20</sup> Die Presse (9. 7. 2009) 15. 2008 lag die Durchschnittsverzinsung der Staatsverschuldung in Österreich bei 4,2%, deutlich unter der des Aggregats EU-16 mit 4,5%; bloß Luxemburg und zunächst noch Irland zahlten niedrigere Zinsen; Staatsschuldenaussschuss (2009) 83.
- <sup>21</sup> 2008 lag die öffentliche Verschuldung in Österreich mit 62,5% des BIP deutlich unter dem des Aggregats EU-16 mit 69,3 % und leicht über der der EU-27 mit 61,5%; Staatsschuldenaussschuss (2009) 77.
- <sup>22</sup> An beiden Argumenten ändert sich grundsätzlich nichts, wenn sich der Staat im Ausland verschuldet, Ausländer hingegen im Inland; von eventuellen Risikodifferenzen abgesehen, kommt es allein auf den Finanzierungssaldo an.
- <sup>23</sup> Entgegen der heftigen Diskussion ist es von geringer Relevanz, ob der Versuch der Schuldenreduzierung über Einschränkung der Ausgaben oder Erhöhung der Steuern erfolgt; zwar haben Steuererhöhungen wegen ihres geringeren Multiplikators etwas geringere restriktive Wirkungen – vor allem wenn sie etwa Alkohol-, Tabak-, Umweltsteuern betreffen –, doch bleibt der Finanzierungssaldo davon völlig unberührt, wenn sich die Sparneigung dadurch nicht ändert.
- <sup>24</sup> Die OECD verwies in ihrem jüngsten Jahresbericht darauf, dass die hohe Exportabhängigkeit Österreichs nicht unerhebliche Risiken impliziere.
- <sup>25</sup> Generell sind dafür Grundsteuer, Vermögenszuwachs-, Erbschafts- und Schenkungssteuer besser geeignet als eine Vermögenssteuer; bei der Einführung einer Vermögenssteuer (ausgenommen Grundsteuer) könnte der Versuch der Anleger, die Nettoerträge konstant zu halten, zu noch riskanteren Anlagen führen.
- <sup>26</sup> In den USA war das Platzen der Schuldenblase schon die zweite Spekulationskrise in diesem Jahrhundert, nach dem Platzen der Internetblase 2001.
- <sup>27</sup> Die Eigenkapitalquote lag in Österreich im Durchschnitt der Jahre 1995-2007 bei 34,7%, deutlich unter dem Wert von neun EU-Ländern (38,2%) und weit unter den Werten der Niederlande (51,4%) oder Finnlands (42,8%).

- <sup>28</sup> Vielfach wird die geringe Eigenkapitalquote der Firmen mit der Schwierigkeit erklärt, Eigenkapital auf dem Kapitalmarkt aufzunehmen; das mag in manchen Fällen keineswegs falsch sein. Vielfach aber resultiert der Mangel an Eigenkapital aus zu raschem, meist externem Wachstum.
- <sup>29</sup> Ein Musterbeispiel für solche Fehlentwicklungen ist das Beispiel Porsche: Der Generaldirektor erhielt 2008 eine Vergütung von 77,5 Mio. €, weil die Firma durch fremdfinanzierte (Hebelwirkung!) Spekulation mit VW-Aktien immens hohe Gewinne machte; die Folgen genau dieser Transaktionen brachten Porsche an den Rand des Konkurses und führten letztlich zu seiner Übernahme durch VW.
- <sup>30</sup> „When a firm is bailed out because it is too big too fail, it is evidence that competition laws have not been effectively enforced.“ (Stiglitz (2009) 6)

## Literatur

- Abiad, A.; et al., Financial integration, capital mobility, and income convergence, in: *Economic Policy* (April 2009) 241-205 (zuvor 2007 als IMF WP 07/64).
- Baumgartner, J., Mittelfristiges Wachstum durch Auswirkungen der Finanzkrise gedrückt. Prognose der österreichischen Wirtschaft bis 2013, in: *Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung* 82/1 (2009) 49-60.
- Dell'Ariccia, Giovanni; Igan, Deniz; Laeven, Luc, Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market (=Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 6683, London 2008).
- Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband, *Vermögensbarometer 2007* (Berlin 2007).
- Keynes, J.M., *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes* (Berlin 1938).
- Mooslechner, P.; Schürz, K., Verteilung der Geldvermögen, in: Bundesministerium für Soziales und Konsumentenschutz, *Sozialbericht 2007-2008* (Wien 2009) 275-99.
- Oesterreichische Nationalbank, *Finanzvermögen 2006* (Wien 2007).
- Prasad, E., Financial globalization: What to think when capital flows uphill, in: *The Milken Institute Review* (2nd Quarter 2008) 36-43.
- Prasad, E.S.; Subramanian, A., Foreign capital and economic growth (=NBER WP 13619, Washington, D. C., 2007).
- Sapir, J., Global finance in crisis, in: *Real-world Economics Review* 46 (2008) 82-101.
- Sinn, H.-W., *Kasino-Kapitalismus* (Berlin 2009).
- Staatsschuldenausschuss, *Bericht über die öffentlichen Finanzen 2008* (Wien 2009).
- Stiglitz, J.E., Principles for a new financial architecture (=The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly of the International Monetary and Financial System, New York 2009).
- Tichy, G., Die Erbgeneration und ihre Folgen, in: Marterbauer, M.; Mayerhuber, Ch. (Hrsg.), *Entwürfe für die Zukunft von Wirtschafts- und Sozialpolitik* (=Wirtschaftswissenschaftliche Tagungen der AK Wien Bd. 14, Wien 2009) 101-106.
- Tichy, G., *Bankenkrise oder falsche Anreizsysteme in der Rentiergesellschaft* (=Manuskript, Wien 2009b).

## Zusammenfassung

Die politische und mediale Diskussion sieht die gegenwärtige Finanzkrise überwiegend als Folge von Fehlentwicklungen im Banksystem; aktive Konjunkturpolitik könnte die Krise überwinden und schärfere Regulierung das Entstehen künftiger Krisen verhindern. Das scheint zu optimistisch; zweifellos haben problematische Deregulierungen und unverantwortliches Bankverhalten die Krise ausgelöst, doch die Verwerfungen liegen tiefer. Zunehmend ungleichmäßige Einkommen- und Vermögensverteilung in den Industrie- wie zunehmende Ersparnisbildung in den Schwellenländern haben gemeinsam mit abnehmender Kreditnachfrage der Schwellenländer, der Wirtschaft (langsames Wachstum und hohe Gewinne) wie der Regierungen (Maastricht) zu Anlageproblemen der Banken und daraus resultierend (aber nicht zu entschuldigen) zu unverantwortlichen Geschäftspraktiken geführt. Schärfere Regulierung allein wird somit wenig bringen, wenn nicht die Sparungleichgewichte beseitigt werden. Weniger Sparen und mehr Konsum wird auch unverzichtbar sein, wenn der Staat seine stark gestiegenen Schulden wieder abbauen will; denn die restriktive Wirkung der dazu erforderlichen Budgetüberschüsse muss durch höhere Nachfrage von Konsumenten oder Wirtschaft kompensiert werden. Eine Rückkehr zu ‚normalem‘ krisenfreiem Wachstum erfordert aber auch Änderungen im Verhalten der Wirtschaft: Dass die (amerikanische) Hypothekarkrise nicht bloß auf die europäischen Banken sondern auf die gesamte Wirtschaft übergreifen konnte, hängt mit deren geringer Krisenresistenz zusammen, die aus rein am kurzfristigen Gewinn orientierten Praktiken resultiert: Minimierung des Eigenkapitals, Verzicht auf Reserven und Lager, temporäre Arbeitskräfte statt Stammbesetzung, Konzentration auf eine schmale Palette von Produkten und Kunden, etc. Ein gutes Leben nach der Krise wird auch in diesem Bereich ein Umdenken erfordern.