

Matthes, Jürgen

**Working Paper**

## Liberaler Wirtschaftspolitik im Zeichen der Debatte über säkulare Stagnation und Pikettys Kapitalismuskritik

IW Policy Paper, No. 1/2016

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Matthes, Jürgen (2016) : Liberale Wirtschaftspolitik im Zeichen der Debatte über säkulare Stagnation und Pikettys Kapitalismuskritik, IW Policy Paper, No. 1/2016, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/126090>

**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.*

# **Liberales Wirtschaftspolitik im Zeichen der Debatte über Säkulare Stagnation und Pikettys Kapitalismuskritik**

**Autor:**

Jürgen Matthes

Telefon: 0221 4987-754

E-Mail: [matthes@iwkoeln.de](mailto:matthes@iwkoeln.de)

7. Januar 2016

## Inhalt

Zusammenfassung .....	3
1. Einleitung.....	4
2. Säkulare Stagnation – Angebotsseite.....	6
2.1 These .....	6
2.2 Wirtschaftspolitische Ableitungen .....	7
2.3 Kurzbewertung der These und offene Fragen.....	9
3. Säkulare Stagnation – Nachfrageseite .....	10
3.1 These .....	10
3.2 Wirtschaftspolitische Ableitungen .....	13
3.3 Offene Fragen .....	15
4. Pikettys Kapitalismuskritik .....	16
4.1 These .....	16
4.2 Wirtschaftspolitische Ableitungen .....	17
4.3 Kurzbewertung der These und offene Fragen.....	18
5. Fazit.....	20
Literatur .....	22

JEL-Klassifikation:

O4: Wirtschaftswachstum und Produktivität

E6: Makroökonomische Politik

F53: Internationale Organisationen

## Zusammenfassung

In jüngerer Zeit werden in der internationalen ökonomischen Debatte wirtschaftspolitische Forderungen laut, die deutlich von einer Nachfrageorientierung und weniger von einer angebotsorientierten liberalen Sicht geprägt sind. Sie gehen teilweise recht weit oder scheinen einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik entgegenzustehen. So wird beispielsweise vorgeschlagen, die fiskalpolitischen Regeln in Europa aufzuweichen, die extrem expansive Geldpolitik mit sehr niedrigen Zinsen für lange Zeit beizubehalten, die Inflation deutlich zu erhöhen, das Bargeld abzuschaffen, Schuldenschnitte bei Staaten durchzuführen sowie die Umverteilung von Einkommen und Vermögen stark zu erhöhen.

Diese Forderungen erhalten aus verschiedenen Gründen hohes Gewicht in der öffentlichen internationalen Debatte. Erstens werden sie durch plakative Schlagworte in die öffentliche Debatte eingebracht. Das gilt zum einen für die Diskussion über eine vermeintlich drohende Säkulare Stagnation, zum anderen für die von Piketty angestoßene Kapitalismus- und Umverteilungsdebatte. Zweitens werden sie von prominenten ökonomischen Vertretern befürwortet. Zahlreiche renommierte internationale Makroökonominnen äußern die Sorge vor einer Säkularen Stagnation – und auch der vormals wenig bekannte Piketty hat inzwischen einen hohen Grad an Bekanntheit erreicht. Drittens basieren diese Forderungen auf einem zunächst wohl fundiert erscheinendem makroökonomischem Fundament.

Obwohl diese ökonomischen Debatten bisher nur auf begrenzten Widerhall in der deutschen Öffentlichkeit stoßen, darf ihre Relevanz nicht unterschätzt werden. Die international geführte Diskussion wird in Zukunft auch hierzulande immer mehr zu spüren sein. Denn die internationalen Organisationen IWF, EU-Kommission und vor allem die OECD scheinen ihre wirtschaftspolitische Ausrichtung teilweise grundlegend zu ändern. War der Blickwinkel zuvor recht klar angebots-, effizienz- und wachstumsorientiert, sieht es nun nach einer Prioritätsverschiebung hin zu mehr Nachfrage-Orientierung und zu einer stärkeren Befürwortung von Umverteilung aus. Studien einiger internationaler Organisationen mit Forderungen nach mehr Umverteilung auch in Deutschland und die Flexibilitätsinterpretation der EU-Kommission zum Stabilitäts- und Wachstumspakt sind dafür nur zwei Beispiele.

Das vorliegende IW policy paper unterstreicht die Relevanz dieser makroökonomischen Debatten. Es erläutert die Begründungsmuster der oben genannten wirtschaftspolitischen Forderungen und gibt eine erste kritische Bewertung ab. Auch zeigt es den weiteren Forschungsbedarf vor allem mit Blick auf das Thema Säkulare Stagnation auf.

## 1. Einleitung

In der öffentlichen Diskussion werden immer wieder Vorschläge unterbreitet, die den Grundprinzipien einer liberalen und angebotsorientierten Wirtschaftspolitik zuwiderlaufen. Hier ist beispielsweise an die sogenannte Austeritätsdebatte im Euroraum und die Forderungen nach Fiskalstimuli zu denken, obwohl die Staatsschulden bereits sehr hoch sind. Auch die immer wieder vorgetragenen Forderungen nach expansiver Lohnpolitik zur Förderung der Kaufkraft fallen in diese Kategorie. Die Qualität der Begründungen für die vorgebrachten Vorschläge differiert hierbei.

In jüngerer Zeit werden jedoch Forderungen laut, die auf einem breiten und auf den ersten Blick wohlfundierten makroökonomischen Fundament stehen und die daher schwerer zu relativieren sind. Hierzu gehören Vorschläge wie die Umverteilung von Einkommen und Vermögen stark zu erhöhen, die Fiskalregeln in Europa aufzuweichen, Schuldenschnitte durchzuführen, Inflationsziele zu steigern oder sogar das Bargeld abzuschaffen.

Diese Forderungen sind zumeist eingebettet in fundierte makroökonomische Begründungsmuster und erhalten zusätzlich durch plakative Schlagworte Gewicht in der öffentlichen Debatte. Das gilt vor allem für die Diskussion über eine vermeintlich drohende Säkulare Stagnation, aber auch für die erneute Debatte über die als ungerecht dargestellten Verteilungsmuster in kapitalistischen Ökonomien. Öffentliche Aufmerksamkeit wird zudem dadurch generiert, dass bekannte internationale Makroökonomien diese Thesen vertreten.

Dies gilt vor allem für die von dem Ökonomen Summers, dem früheren US-Finanzminister und Präsident der Harvard University, aufgebrachte Kontroverse über eine mögliche Säkulare Stagnation. Der Ökonomie-Nobelpreisträger Paul Krugman vertritt ähnliche Ansichten und erachtet es wegen der Möglichkeit einer Säkularen Stagnation für notwendig, die makroökonomische Politik grundlegend zu überdenken (Krugman, 2014). Hinzu kommt, dass sich zahlreiche angesehene internationale Makroökonomien diesen Gedanken im Grundsatz anschließen. In einem Sammelband fassen Teulings und Baldwin (2014) die Ansichten der renommierten Autoren zusammen und bringen zum Ausdruck, dass die weltweit führenden Makroökonomien in Sorge („worried“) sind. Darüber hinaus fordern sie zum Beispiel eine länger anhaltende expansivere Fiskalpolitik. Dies gilt aber auch für die von Thomas Piketty neu angestoßene Kapitalismusdebatte, die in den Medien breiten Widerhall fand.

Auch in den internationalen Organisationen OECD, IWF und EU-Kommission scheint ein Wandel im Gang zu sein, der teilweise gezielt von den Entscheidungsträgern initiiert wird. Galten diese Institutionen lange als Orte einer liberalen und angebotsorientierten Wirtschaftspolitik, so zeichnet sich inzwischen ein Wandel hin zu einer stärkeren Betonung nachfrageseitiger (neu)keynesianischer Argumente ab. Auch im traditionellen ökonomischen Zielkonflikt zwischen Effizienz und Gleichheit scheint sich die Verortung der Institutionen verschoben zu haben. Waren sie vormals durch die Betonung von Wachstum und Strukturreformen in ihrer Positionierung in der Nähe des Effizienzziels angesiedelt, wird nun deutlich stärker die Bedeutung von Gleichheit und Umverteilung betont.

OECD und IWF haben im Zuge dieser Entwicklung Studien publiziert, bei deren offensiver Vermarktung in Deutschland mehr oder weniger pauschal suggeriert wurde, dass mehr Umverteilung dem Wirtschaftswachstum nicht schade. Es erscheint allerdings fraglich und ist daher noch zu prüfen, wie belastbar die Methodik dieser Studien ist. Eine Anfang 2016 erscheinende Studie des IW Köln wird sich damit befassen. Auch ist bemerkenswert, dass sich die EU-Kommission durch eine Flexibilitätsinterpretation des Stabilitäts- und Wachstumspakts Anfang 2015 mehr Spielraum für eine Aufweichung der europäischen Fiskalregeln geschaffen hat.

Vor allem innerhalb der OECD hat, initiiert durch den Generaldirektor, eine deutliche Refokussierung stattgefunden. Neben der Kritik an der Erfassung des Wirtschaftswachstums allein durch das Bruttoinlandsprodukt (Beyond GDP) und der Besetzung der Chefökonom-Position durch eine keynesianisch orientierte Ökonomin spielt hier vor allem der NAEC-Ansatz eine große Rolle (OECD, 2015).<sup>1</sup> NAEC steht hierbei für New Approach to Economic Challenges – also einem neuen ökonomischen Ansatz, in dessen Rahmen „inclusive growth“ (die Beteiligung aller am Wachstum) sehr viel stärker betont wird. Wenngleich sicherlich grundsätzlich wünschenswert, kann sich „inclusiveness“ als so interpretationsoffen erweisen, dass auch wachstumsschädliche Umverteilungsmaßnahmen damit begründet werden können.

Im Folgenden werden die Begründungsmuster der oben genannten wirtschaftspolitischen Forderungen näher erläutert. Dabei wird deutlich, dass deren Relativierung in der Regel nicht trivial ist. Diese Studie gibt nur eine vorläufige Bewertung ab und zeigt den notwendigen weiteren Forschungsbedarf auf. Der Schwerpunkt der Betrachtung liegt im Folgenden auf den unterschiedlichen Facetten

---

<sup>1</sup> Weitergehende Informationen finden sich im Internet unter <http://www.oecd.org/naec/>.

einer möglichen Säkularen Stagnation, bevor noch kurz auf die von Piketty angestoßene Kapitalismusdebatte eingegangen wird.

## 2. Säkulare Stagnation – Angebotsseite

### 2.1 These

Die Diskussion über eine mögliche Säkulare Stagnation hat zwei Ansatzpunkte.<sup>2</sup> Zum einen wird die Sorge geäußert, dass das angebotsseitige Wachstumspotenzial vor allem der Industrieländer in Zukunft deutlich abnehmen könnte: Zum anderen wird eine längerfristige Nachfrageschwäche befürchtet, die mit einer dauerhaften Unterauslastung der Kapazitäten und damit auch anhaltend hoher Arbeitslosigkeit einhergehen kann. Zunächst wird im Folgenden eine angebotsseitige Perspektive eingenommen. Aus ihr werden Forderungen nach anhaltend niedrigen Zinsen, höherer Inflation und zuweilen auch nach Schuldenschnitten für hochverschuldete Staaten abgeleitet.

Wichtige Einflussfaktoren des angebotsseitigen Wachstums sind Investitionen, Digitalisierung und Demografie. Da Investitionen zum Erhalt oder zur Erweiterung und Erneuerung des Kapitalstocks beitragen, führt eine längere Investitionsschwäche zu einer auch mittelfristig wirkenden Verringerung des Wachstumspotenzials. Die Digitalisierung (verbunden mit dem Schlagwort Industrie 4.0) steht stellvertretend für die in der Breite der Wirtschaft wirkenden technologischen Megatrends, die längerfristige Wachstumszyklen auslösen können. Die demografische Entwicklung in Deutschland und vielen anderen Industrieländern wirkt über verschiedene Kanäle auf das angebotsseitige Wachstum, vor allem durch eine Verringerung des Erwerbstätigenpotenzials, aber möglicherweise auch durch eine geringere Innovationsneigung in einer alternden Gesellschaft. Hier geht es zunächst nur um die Darstellung der Zusammenhänge und nicht um eine Bewertung der relativen Bedeutung der genannten Einflussfaktoren.

Entscheidend für die Ableitung der erwähnten wirtschaftspolitischen Forderungen ist, dass eine anhaltende Wachstumsschwäche vor allem in zweierlei Hinsicht problematische ökonomische Folgen mit sich bringen würde:

- Erstens würde in Ländern mit stark gestiegener und sehr hoher Staats- oder Privatverschuldung aufgrund der jüngeren krisenhaften Entwicklungen die Gefahr

---

<sup>2</sup> Für einen Überblick über die Debatte siehe Teulings/Baldwin, 2014; Lo/Rogoff, 2015, IW Consult/RWI, 2015; Pichelmann, 2015.

drohen, dass die Schuldentragfähigkeit gefährdet wird. Dies gilt vor allem, wenn die Inflation und das nominale Wirtschaftswachstum niedrig bleiben, aber auch in einem Szenario möglicherweise wieder deutlich steigender Zinsen. Darüber hinaus kann eine anhaltende angebotsseitige Wachstumsschwäche ebenfalls die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit das nachfrageseitige Wachstum schwächen, weil die Investitionsanreize nur gering sind und sich der nachfragedämpfende Entschuldungsprozess verlängert im Vergleich zu einem Szenario mit stärkerem Wachstum.

- Zweitens könnte bei einer anhaltenden Wachstumsschwäche die Arbeitslosigkeit, die in vielen Ländern im Zuge der Krisen stark gestiegen ist, über lange Zeit hoch bleiben. Auch dies hätte Rückwirkungen auf das Wirtschaftswachstum, und zwar auf der Angebotsseite. Denn bei anhaltender Arbeitslosigkeit stellen sich Hysterese-Effekte ein, indem Langzeitarbeitslose Qualifikationen verlieren. Bei jungen Arbeitnehmern, die den Einstieg in den Arbeitsmarkt nicht finden, drohen ein mangelnder Qualifikationsaufbau und eine möglicherweise dauerhafte Beeinträchtigung ihrer Erwerbschancen.

## 2.2 Wirtschaftspolitische Ableitungen

Vor diesem Hintergrund wurden verschiedene Vorschläge gemacht, mit denen auf unkonventionelle Weise hohe Schulden und Arbeitslosigkeit bekämpft werden sollen:

- Zunächst wird es vor allem außerhalb Deutschlands vielfach für sinnvoll gehalten, dass die Geldpolitik für sehr lange Zeit niedrige Zinsen gewährleisten soll, um den mit der hohen Verschuldung verbundenen Schuldendienst tragbar zu halten. Dazu können neben den kurzfristigen Leitzinsen auch umfangreiche Käufe längerfristiger Wertpapiere durch die Zentralbank dienen, mit denen auch die längerfristigen Zinsen gesenkt werden können.
- Zudem wurden und werden zum einen nominale Schuldenschnitte – also Forderungserlasse – verlangt, sei es zugunsten staatlicher oder privater Schuldner wie etwa Banken (Fuest, 2013; International Economy, 2015).
- Darüber hinaus wurde von einigen namhaften meist eher keynesianisch orientierten Ökonomen vorgeschlagen, die Staatsschuldenquote mittels einer höheren Inflation über die Zeit zu senken (Aizenman/Marion, 2009; für einen Überblick siehe Reis et al., 2014). Ebenso wurde dafür plädiert, einen erheblichen Teil der Staatsschulden der Euroländer durch einen Schuldentausch auf die EZB zu übertragen und durch die Seignoragegewinne des Eurosystems auf lange Frist abzutragen (Pâris/Wyplosz, 2014).

Eine bewusste Inflationierung wird auch gefordert, um die Arbeitslosigkeit zu senken – immerhin machte sich der damalige Sozialkommissar der EU-Kommission dafür stark (Andor, 2014). Dahinter steht die Vorstellung der sogenannten Phillips-Kurve. Demnach geht in der Regel hohe (niedrige) Arbeitslosigkeit einher mit niedrigen (hohen) Lohn- und Preissteigerungen. Ein wichtiger Transmissionsmechanismus hierbei ist, dass eine überraschende Preissteigerung den Reallohn senkt und zu einer verringerten Arbeitslosigkeit führt.<sup>3</sup> Ebenfalls könnte argumentiert werden, dass eine höhere Inflation den Realzins senkt und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöht, was ebenfalls zu einem Abbau der Arbeitslosigkeit führen sollte (siehe Kapitel 3).

Bei der Bewertung dieser Vorschläge ist auch auf deren gravierende Nachteile aufmerksam zu machen:

- Anhaltende extreme Niedrigzinsen nutzen zweifellos hochverschuldeten Wirtschaftsakteuren und können die Schuldentragfähigkeit sichern helfen. Jedoch können sie dazu beitragen, dass Schuldenkonsolidierungen und andere Reformen verzögert werden. Auch ist zu berücksichtigen, dass Gläubiger durch extreme Niedrigzinsen Verluste erleiden und der Vermögensaufbau für die private kapitalgedeckte Altersvorsorge stark erschwert wird (Demary/Matthes, 2014; Matthes, 2014). Darüber hinaus besteht die Sorge, die EZB könne durch die verbreitete hohe Schuldenlast in eine Situation der fiskalischen Dominanz gedrängt werden, bei der die Geldpolitik nicht mehr primär die Preisstabilität, sondern die Staatssolvenz sichert (Weidmann, 2013).
- Breit angelegte Schuldenschnitte führen zwar bei den Schuldern zu der gewünschten Entlastung, sie verursachen bei den Gläubigern aber empfindliche Forderungsverluste. Hierzu zählen besonders Banken, Versicherungen und rentenbasierte Investmentfonds, die viele Staatsanleihen halten. Da diese Akteure zudem untereinander verflochten sind, könnte durch die verursachten großen Verluste im Zuge von Ansteckungseffekten eine systemische Finanzkrise ausgelöst werden. Stark betroffen wären nicht nur die institutionellen Anleger, sondern auch die privaten Haushalte, die ihre Ersparnisse direkt in Staatsanleihen oder indirekt über diese Kapitalsammelstellen angelegt haben, beispielsweise für die Altersvorsorge bei Kapitallebensversicherungen.
- Eine höhere Inflation kann zwar kurzfristig zu einer Reallohnsenkung und einem niedrigeren Realzins führen. Die Wirtschaftsakteure dürften aber sehr bald mit höheren Löhnen und Zinsen auf die stärkeren Preissteigerungen reagieren. Reis et al. (2014) stellen den schuldenentlastenden Effekt einer höheren Inflation

---

<sup>3</sup>Umgekehrt lässt sich argumentieren, dass bei hoher Arbeitslosigkeit relativ geringe Lohnsteigerungen vereinbart werden und der Lohnkostendruck und damit die Inflation abnehmen.

daher am Beispiel der USA infrage. Zudem haben die 1970er Jahre und die Erfahrungen in vielen Schwellenländern gezeigt, dass die einmal aus dem Ruder geratenen Inflationserwartungen nur schwer wieder zu korrigieren sind. Zudem ist es in der Regel ökonomisch teuer, ausgeuferte Inflationserwartungen mithilfe von starken und anhaltenden Zinssenkungen wieder zurückzuführen. Die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken ist deren höchstes Kapital, das sie sich im Lauf der 1980er und 1990er Jahre hart erarbeitet haben. Es wäre fahrlässig, dies zu gefährden. Denn verlorenes Vertrauen ist nur sehr schwer wieder aufzubauen.

### 2.3 Kurzbewertung der These und offene Fragen

Vor dem Hintergrund dieser brisanten wirtschaftspolitischen Forderungen ist zu fragen, wie wahrscheinlich es ist, dass die gegenwärtige Wachstumsschwäche in vielen Industrieländern lange anhalten wird. Bei der Beurteilung der zukünftigen angebotsseitigen Wachstumsperspektiven sind eindeutige Aussagen aus heutiger Sicht nur schwer möglich. Hier stehen sich unter den Experten Optimisten und Pessimisten diametral gegenüber. Deren jeweilige Hauptargumente lauten wie folgt:

Die Wachstumsoptimisten (u. a. Brynjolfsson/McAfee, 2011; Mokyr et al., 2015) weisen vor allem auf die Potenziale durch die Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) und das Internet hin. Im Zuge eines zweiten Maschinenzeitalters oder von Industrie 4.0 dürften vor allem im Verarbeitenden Gewerbe durch eine zunehmend vernetzte und in Echtzeit koordinierte Produktionsweise viele neue Möglichkeiten entstehen. Dass es seit der Einführung von moderner IKT und Internet noch nicht zu diesen positiven Produktivitätseffekten gekommen ist, liege – so die These – wie bei früheren Innovationen daran, dass sie sich erst hinreichend verbreiten müssen und meist eine zeitaufwendige organisatorische Umstellung der Produktionsweisen erfordern. Eine zunehmende Digitalisierung der Wirtschaft kann bereits heute positive Auswirkungen haben, die aber noch nicht ausreichend gemessen werden. Denn neue digitalisierte oder virtuelle Waren und Dienstleistungen werden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nicht umfassend erfasst, während die Güter, die von diesen neuen Produkten verdrängt werden, negativ verbucht werden. Schließlich wird auch auf die Potenziale weiterer Basisinnovationen wie der Bio- oder Nanotechnologie verwiesen.

Die Wachstumspessimisten (u. a. Jones, 2009; Cowen, 2011; Gordon, 2014; 2015) sind dagegen der Ansicht, dass Fortschritte für Industrieländer an der technologischen Grenze weniger Ertrag bringen und schwieriger zu erzielen sind. Demnach seien die Wohlstandsgewinne durch die Nutzung der IKT im Vergleich,

beispielsweise zur Elektrifizierung der Wirtschaft, nur moderat. Die Verlangsamung der Wirtschafts- und Produktivitätsentwicklung in den USA als Innovationsführer wird dafür als Indiz angeführt.

Robert Gordon (2014) prognostiziert für die USA eine Verlangsamung des jahresdurchschnittlichen Wachstums des BIP pro Kopf von rund 2 Prozent zwischen 1891 und 2007 auf nur 0,3 Prozent zwischen 2007 und 2032. Er unterstellt sogar, dass das Tempo des technischen Fortschritts konstant bleibt und nimmt ein ähnliches (bereits verlangsamtes) Produktivitätswachstum an wie zwischen 1972 und 2007. Doch stellt er die Relevanz wichtiger Gegenwinde („headwinds“) heraus: Dazu zählen in erster Linie die Demografie (hier vor allem die abnehmende Erwerbsbevölkerung), die begrenzteren Möglichkeiten für eine Verbesserung der Bildung der Erwerbsbevölkerung und die gestiegene Staatsschuldenquote. Eine weitere Zunahme der Ungleichheit Sorge zudem dafür, dass die realen verfügbaren Einkommen der unteren 99 Prozent der Einkommensverteilung nach 2007 nur um 0,2 Prozent pro Jahr steigen dürften.

Crafts (2014) macht deutlich, dass die Wachstumsperspektiven für den Euroraum noch deutlich schlechter erscheinen als für die USA. Dafür sprechen seiner Ansicht nach die nachteiligere demografische Entwicklung, die durch Regulierung und mangelnde Wettbewerbsintensität (anhaltend) schwache Produktivitätsentwicklung und die anhaltende fiskalische Konsolidierung (in Form geringerer staatlicher Investitionen und Bildungsausgaben). Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass die erfolgten Strukturreformen vor allem in Südeuropa die dortigen Wachstumsperspektiven auf mittlere Sicht verbessern dürften (Matthes, 2015). Zudem wirken die Folgen des privaten und staatlichen Schuldenabbaus nur vorübergehend. Und schließlich sind die Einkommenszuwächse in Europa nicht so stark auf die Einkommensspitze konzentriert wie in den USA. Doch bei den konkreten Prognosen für die Wachstumsaussichten Europas gehen die Ansichten vor allem mit Blick auf das zu erwartende Produktivitätswachstum derzeit noch auseinander (European Commission, 2014; Whelan, 2014).

### **3. Säkulare Stagnation – Nachfrageseite**

#### **3.1 These**

Die nachfrageseitige Version der These zur Säkularen Stagnation hat noch weitgehendere Implikationen für die Wirtschaftspolitik als die angebotsseitige Version. Dahinter steht die Sorge vieler renommierter internationaler Makroökonomien, dass eine anhaltende Nachfrageschwäche durch verschiedene

Mechanismen chronisch wird und zu einer dauerhaften Unterauslastung der Wirtschaft mit hoher Arbeitslosigkeit führt. Hierbei spielt eine große Rolle, dass die Zentralbank wegen der Nullzinsgrenze den Marktzins nicht weit genug senken kann, um die Wirtschaft wieder hinreichend anzukurbeln und zum Gleichgewicht mit Vollauslastung (und annähernder Vollbeschäftigung) zurückzubringen.

Bei der Argumentation für eine möglicherweise chronisch werdende Schwäche der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage spielt der sogenannte gleichgewichtige neutrale Realzins eine zentrale Rolle. Er ergibt sich theoretisch aus den Plänen der Wirtschaftsakteure für Investitionen (Kapitalnachfrage) und Ersparnis (Kapitalangebot) und bringt beide Größen letztlich zum Ausgleich. Wenn die (geplante) Investitionsnachfrage beispielsweise sehr hoch ist und die (geplante) Ersparnis gering, wird der neutrale Realzins hoch sein, weil Kapital bei hoher Nachfrage und niedrigem Angebot relativ knapp ist. Wichtig dabei ist, dass der neutrale Realzins eher ein theoretisches Konstrukt ist und sich von den Marktzinsen unterscheidet, die durch die Geldpolitik, die Banken und den Finanzmarkt beeinflusst werden.

Eine länger anhaltende Nachfrageschwäche kann sich vor diesem Hintergrund aus der folgenden Konstellation ergeben: Wenn die Investitionspläne – etwa durch schockartige Einflüsse wie die globale Finanzkrise und dadurch aufkommende Vorsichtsmotive – zunächst temporär strukturell zurückgenommen werden und gleichzeitig die Ersparnis (z. B. demografiebedingt) steigt, ist eine Situation denkbar, bei der der neutrale Realzins im Extremfall negativ wird.<sup>4</sup> Anders formuliert bedeutet das in der Theorie unter den getroffenen Annahmen: Investitionen und Ersparnis können nur dann zu einem Ausgleich kommen, wenn die Investoren durch einen negativen realen Marktzins zusätzliche Ausgabeanreize erhalten und wenn sich das Sparen für die Kapitalanbieter durch den negativen realen Marktzins weniger lohnt. Entscheidend für die Argumentation ist, dass der reale Marktzins, der sich (vereinfacht) aus nominalen Marktzinsen abzüglich der Inflation ergibt, möglicherweise nicht weit genug sinken kann, um den negativen neutralen Realzins zu erreichen und Investitionen und Ersparnis zum Ausgleich zu bringen. Dies ist möglich, weil die Geldpolitik den kurzfristigen Notenbankzinssatz nach bisheriger Auffassung nicht unter die Nullzinsgrenze senken kann und Gleiches auch für längerfristige Bankkreditzinsen und Unternehmensanleihen gilt. In einer solchen Situation bleibt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der Theorie längerfristig schwach, weil zu wenig investiert und zu viel gespart – und damit spiegelbildlich zu

---

<sup>4</sup> Zu möglichen weiteren Ursachen für eine Säkulare Stagnation sowie für geringe Investitionen und hohe Ersparnisse siehe Teulings/Baldwin, 2014; Lo/Rogoff, 2015; IW Consult/RWI, 2015.

wenig konsumiert – wird. Die Kapazitäten der Wirtschaft sind anhaltend unterausgelastet und die Arbeitslosigkeit bleibt hoch.

Zusammenfassend ist der gleichgewichtige neutrale Realzins, der zu ausreichenden Investitionen führen würde, so niedrig, dass er von dem realen Marktzins nicht erreicht wird. Damit ist ein Vollbeschäftigungsgleichgewicht der Wirtschaft in der Theorie der nachfrageseitigen Säkularen Stagnation nicht erreichbar. Die Geldpolitik verliert an Steuerungsfähigkeit.

Auf die Gefahr eines solchen Zusammenhangs hat schon Hansen (1938) hingewiesen, damals vor dem Hintergrund der depressionsgeschwächten Weltwirtschaft. Während sich seine Befürchtungen in den folgenden Jahrzehnten nicht bewahrheiteten, bezieht Summers die These von Hansen in einer Rede im Herbst 2013 auf die Gegenwart (Summers, 2013). Er äußert die Sorge, dass derzeit (und möglicherweise schon seit geraumer Zeit) eine nachfrageseitige Säkulare Stagnation vorliegen könnte. Auch Krugman (2013; 2014) vertritt schon seit längerem eine ähnliche These. Demnach sieht er eine länger anhaltende Nachfrageschwäche dadurch bedingt, dass sich die Volkswirtschaft in einer sogenannten Liquiditätsfalle befindet. Unter einer Liquiditätsfalle versteht er in diesem Kontext grundsätzlich das gleiche Phänomen wie Summers: Der (reale) Marktzins kann nicht tief genug sinken, um den neutralen Realzins zu erreichen, und die Geldpolitik verliert stark an Effektivität.

Eggertsson und Krugman (2012) sehen die Liquiditätsfalle noch als vorübergehendes Phänomen an. Summers (2013; 2014; 2015) hat die These der sehr lang anhaltenden Säkularen Stagnation in die Diskussion gebracht und argumentativ untermauert. Eggertsson und Merothra (2014) formulieren ein mögliches ökonomisches Modell für eine nachfrageseitige Stagnation. Zum Anhalten der Nachfrageschwäche können theoretisch verschiedene Mechanismen beitragen. Derzeit besonders relevant ist eine schwache Inflation, die den realen Marktzins tendenziell erhöht, statt ihn weiter in Richtung des neutralen Realzinses zu senken. Darüber hinaus werden die Wachstumsmöglichkeiten längerfristig geschwächt, wenn der Kapitalstock aufgrund geringerer Investitionen weniger wächst und durch Langzeitarbeitslosigkeit Qualifikationen der Beschäftigten dauerhaft verloren gehen.

Summers (2014) spitzt seine These noch weiter zu. Er befürchtet, dass die anhaltend niedrigen Zinsen immer wieder zu Assetpreisblasen führen könnten. Im Zuge der Bildung solcher Blasen wächst die Wirtschaft zwar möglicherweise vorübergehend stärker, doch ist eine derartige Entwicklung nicht nachhaltig. Er äußert in diesem Zusammenhang die These, dass die US-Wirtschaft schon seit geraumer Zeit lahmt und gute Wachstumsphasen mit der Bildung von Assetpreisblasen einhergehen: in

der zweiten Hälfte der 1990er Jahre auf dem Aktienmarkt im Zuge des New-Economy-Booms und nach der Jahrtausendwende im Zuge eines Immobilienbooms, der lange Zeit von sehr niedrigen Zinsen in der Ära des damaligen US-Notenbankchefs Greenspan begünstigt wurde.

### 3.2 Wirtschaftspolitische Ableitungen

Aus der These einer drohenden nachfrageseitigen Säkularen Stagnation werden verschiedene Forderungen abgeleitet, die einer liberalen Wirtschaftspolitik tendenziell zuwiderlaufen:

- Für die Geldpolitik wird ein „Neues Normal“ postuliert mit anhaltend unkonventionellen Instrumenten (für eine Übersicht siehe Demary/Matthes, 2014). Dazu sollen extrem niedrige Zinsen (mit möglicherweise negativen Einlagezinsen für Banken) dienen. Um auch die Zinsen für längerfristige Anlagen sehr niedrig zu halten, sollen die Zentralbanken im Rahmen einer glaubwürdigen sogenannten Forward Guidance (Vorankündigung) ankündigen, ihre kurzfristigen Zinsen auf lange Zeit sehr niedrig zu halten, um so die Zinserwartungen des Marktes zu beeinflussen. Darüber hinaus sollen lang andauernde breit angelegte Wertpapierkäufe der Zentralbank die längerfristigen Zinsen auch über diesen Weg niedrig halten. Zudem sollen sie unter teilweiser Umgehung der Banken Geld in den Finanzkreislauf pumpen. Auch die Abschaffung des Bargelds wurde gefordert (u. a. Bofinger, 2015). Hierbei wird vor allem das Ziel verfolgt, die Zinsen auf Bankguthaben ins Negative ziehen zu können. Dies kann nur dann in der Breite wirken, wenn die Wirtschaftsakteure kein zinsloses Bargeld horten können.
- Um bei eingeschränkter Handlungsfähigkeit der Geldpolitik die realen Marktzinsen weit genug senken zu können, gibt es Forderungen, das Inflationsziel deutlich zu erhöhen (Eggertsson/Krugman, 2012), auch vom Internationalen Währungsfonds, der ein Ziel von 4 Prozent statt rund 2 Prozent vorschlägt (Blanchard et al., 2010; Ball, 2014). Um für diesen Zweck ausreichend hohe Inflationserwartungen generieren zu können, müsse die Geldpolitik im Rahmen einer Forward Guidance glaubwürdig eine deutlich höhere Inflation für die Zukunft versprechen.
- Auch die Fiskalpolitik soll wegen der eingeschränkten Geldpolitik deutlich aktiver und über längere Zeit expansiver werden, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ausreichend anzukurbeln (Eggertsson/Krugman, 2012; Summers, 2015). Die fiskalische Konsolidierung wird kritisch gesehen, weil sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit den Inflationsdruck weiter schwächen und so den Teufelskreis der nachfrageseitigen säkularen Stagnation weiter

stärken würde. Stattdessen werden vor allem kreditfinanzierte öffentliche Investitionsprogramme gefordert (u. a. Summers, 2015). Die Regeln des Fiskalpakts und des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die eine expansive Fiskalpolitik einschränken, müssten dafür aufgeweicht werden (Teulings/Baldwin, 2014). Besonders die neu eingeführte Staatsschuldenregel, die vorgibt, die öffentliche Schuldenquote innerhalb von 20 Jahren auf 60 Prozent des BIP zu senken, wird als zu restriktiv angesehen. Gleiches gilt für die mittelfristige Vorgabe, ein strukturelles Fiskaldefizit von 1 Prozent des BIP einzuhalten.

- Angebotsorientierte Reformen wie eine größere Flexibilisierung von Preisen und Löhnen im Zuge von Strukturreformen auf den Produkt- oder Arbeitsmärkten werden wesentlich negativer gesehen (Summers, 2015). Denn sie könnten über induzierte Lohn- und Preissenkungen kurzfristig die Inflation dämpfen, was wiederum den realen Marktzins erhöhen und ihn damit von dem neutralen Realzins noch weiter wegtreiben würde.

Eine Bewertung der expansiven Geldpolitik und eines höheren Inflationsziels wurde bereits in Kapitel 2.2 mit Blick auf die Niedrigzinsen vorgenommen. Die Abschaffung des weithin beliebten Bargelds würde vermutlich auf starke Widerstände in der Bevölkerung stoßen und wäre auch in der politischen und administrativen Durchsetzung recht aufwendig. Zudem erscheint es fraglich, ob die Wirtschaftsakteure bei negativen Zinsen auf Sichteinlagen ihre Guthaben wirklich von den Banken abziehen und in Form von Bargeld halten, denn dadurch entstehen ökonomische Kosten in Form von Lagerung und möglichen Verlusten durch Diebstahl. Somit erscheint die theoretische Möglichkeit für die Zentralbanken, Zinsen im Negativbereich und damit unter der Nullzinsgrenze zu setzen, weniger durch die Existenz des Bargelds begrenzt als vermutet.

Eine expansivere Fiskalpolitik und die Aufweichung oder Abschaffung europäischer Fiskalregeln sind ebenfalls sehr kritisch zu beurteilen. Die Staatsschulden sind ohnehin schon sehr stark gestiegen, sodass die Spielräume für weitere Fiskalstimuli in vielen Eurostaaten kaum vorhanden sind. Ein weiteres Ansteigen des Schuldenstands könnte die Tragfähigkeit der Staatsschulden endgültig infrage stellen und bei einigen Euroländern zu erneuten krisenhaften Verunsicherungen auf den Staatsanleihemärkten führen. Die Hoffnung auf hohe Fiskalmultiplikatoren, mit denen theoretisch ein Anstieg der Staatsschuldenquote verhindert werden könnte, sind gerade in einer Situation zu vage, in der die Wirtschaftsakteure von den Nachwirkungen der Krise immer noch verunsichert zu sein scheinen. Es geht vielmehr darum, die Staatsdefizite weiter zurückzuführen, um Raum für eine antizyklische Fiskalpolitik in der nächsten Rezession zu schaffen. Ein Aufweichen der europäischen Fiskalregeln ist allein deshalb schon äußerst kritisch zu sehen, weil ein

wichtiges Element der Euro-Governance-Reformen gerade darin lag, diese Regeln zu verschärfen und den politischen Handlungsspielraum stärker zu begrenzen.

Eine Kritik an den Strukturreformen ist äußerst fragwürdig, wenn sie durch die Sorge getrieben wird, induzierte Lohn- und Preisrückgänge würden den realen Marktzins erhöhen. Vielmehr waren und sind Lohn- und Preisanpassungen in vielen Euroländern unverzichtbar, um nach den starken Anstiegen vor der Krise die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wieder zu verbessern. Zudem ist eine durch Strukturreformen höhere Lohn- und Preisflexibilität wichtig, um ökonomische Anpassungen eher über Preise als über Mengen vornehmen zu können. Das beste Beispiel in diesem Zusammenhang ist der Arbeitsmarkt. Wenn Löhne zu rigide und in Krisenzeiten nicht hinreichend nach unten flexibel sind, kommt es zu starken Anstiegen der Arbeitslosigkeit: Die Menge reagiert und nicht der Preis für Arbeit.<sup>5</sup> Daher erscheint mehr Lohnflexibilität auch aus Erwägungen sozialer Gerechtigkeit in Krisenzeiten angemessen. Denn ein geringer Lohnverzicht in der Breite kann die von Entlassungen bedrohten Menschen davor bewahren, ihren Arbeitsplatz zu verlieren.

### 3.3 Offene Fragen

Die hier aufgezeigten wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen haben eine hohe Brisanz. Es stellt sich die Frage, wie gerechtfertigt die Sorge um eine nachfrageseitige Säkulare Stagnation ist, und damit verbunden, wie anhaltend die derzeitige Investitions- und allgemeine Nachfrageschwäche sein werden. Eine Reihe weiterer Aspekte und offener Fragen werden hier zunächst nur aufgeworfen und in späteren Publikationen des IW Köln näher untersucht:

- Welche Faktoren sprechen dafür oder dagegen, dass die Investitionstätigkeit im Euroraum wieder deutlich stärker wird?
- Liegen die Hemmnisse eher auf der Nachfrage- oder auf der Angebotsseite der Volkswirtschaft?
- Welche Rolle spielen in diesem Zusammenhang mögliche Fehlallokationen von Ressourcen, etwa im Sektor nicht handelbarer Güter, die sich vor der Wirtschaftskrise herausgebildet haben?
- Welche Bedeutung hat der Schuldenüberhang bei Privatwirtschaft und Staat in zahlreichen Eurostaaten für die Investitionsschwäche?
- Die Kernthese der nachfrageorientierten Säkularen Stagnation basiert darauf, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage deutlich von dem Realzins abhängt (Summers, 2015) und sie zu niedrig bleibt, wenn der reale Marktzins nicht weit

---

<sup>5</sup> In dieser Situation kann Arbeitszeitflexibilisierung ebenfalls vor Arbeitslosigkeit schützen.

genug sinken kann. Doch wie zinsreagibel sind Investitionen, Ersparnisse und Konsum wirklich und wie gravierend ist es, wenn der reale Marktzens den gleichgewichtigen realen Marktzens nicht erreicht?

- Wie belastbar sind die ökonomischen (meist neukeynesianischen) Modelle, aus denen die oben erwähnten wirtschaftspolitischen Maßnahmen in der Regel abgeleitet werden?
- Welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen sind vor dem Hintergrund einer abgewogenen Ursachenanalyse sinnvoll, um die Investitions- und Nachfrageschwäche nachhaltig zu überwinden?

## 4. Pikettys Kapitalismuskritik

Im Folgenden wird auf die Kapitalismuskritik Pikettys eingegangen. In seinem Buch „Capital in the 21st century“ (Piketty, 2014a) stößt er eine neue intensive Debatte über die Eigenschaften des Kapitalismus an. Er warnt vor einer weiteren Verschärfung von Einkommens- und Vermögensungleichheit in den Industrieländern und fordert umfangreiche staatliche Umverteilungsmaßnahmen. Seine Ergebnisse und Schlussfolgerungen sind allerdings umstritten.

Pikettys Thesen zeigen direkte Anknüpfungspunkte zu der Debatte über eine mögliche Säkulare Stagnation. So steht der Realzens (die reale Kapitalrendite in seiner Terminologie) im Mittelpunkt seiner Argumentation. Zudem spielen eine Wachstumsabschwächung und die Entwicklung der Ersparnis in seiner Argumentation eine wichtige Rolle.

### 4.1 These

Piketty fokussiert auf die Vermögensungleichheit und behauptet, sie nehme immer weiter zu und drohe das hohe Niveau des 19. Jahrhunderts wieder zu erreichen. Reiche Kapitalbesitzer würden immer reicher und die Vermögen immer stärker in wenigen Händen konzentriert – letztlich sei die Demokratie gefährdet. Diese weitreichenden Thesen versucht er, empirisch und theoretisch zu belegen.

Empirisch basieren seine Schlussfolgerungen auf einer verdienstvollen umfangreichen (und teils auf Schätzungen beruhenden) Datensammlung. Dabei hebt er vor allem hervor, dass die (private) Vermögens-Einkommens-Quote in den vergangenen drei bis vier Dekaden in vielen Industrieländern deutlich zugenommen hat. Parallel dazu stellt er einen Anstieg der Quote der Kapitaleinkommen am gesamtwirtschaftlichen Einkommen fest. Auf diesen Beobachtungen gründet er seine

Sorge, dass die Vermögensungleichheit – nach einer Abnahme vor allem zwischen den Weltkriegen und teils auch noch bis etwa 1970 – weiter stark zunehmen und möglicherweise bis auf vorindustrielle Niveaus steigen könnte.

Theoretisch steht die Formel  $r > g$  im Zentrum von Pikettys Argumentation. Dieser aus seiner Datensammlung abgeleitete Zusammenhang bedeutet, dass die Kapitalrendite ( $r$ ) seiner Ansicht nach stets höher als das Wachstum der Wirtschaft ( $g$ ) und damit auch der Arbeitseinkommen ist. Zusammen mit weiteren Annahmen (u. a. zum Sparverhalten der Wirtschaftsakteure) ist diese Formel die treibende Kraft hinter der nach seiner Meinung auch in Zukunft immer weiter zunehmenden Ungleichheit. So entwickelt sich das Verhältnis zwischen Vermögen und Arbeitseinkommen (oder im Modell auch dem Einkommen einer Volkswirtschaft) auf Basis seiner Annahmen mit der Rate der Differenz von  $r - g$ . Vereinfacht lässt sich dies an dem folgenden Beispiel erläutern (Pinkovskiy, 2015): Ein Kapitalbesitzer investiert eine Einheit Kapital risikolos und erhält den Ertrag  $r$  jährlich. Wenn er diesen Ertrag wieder vollständig investiert, wächst sein Vermögen mit der jährlichen Rate  $r$ . Daneben startet ein Lohneinkommensbezieher mit einer Lohneinheit, die jährlich mit der Rate  $g$  wächst und die er vollständig für seinen Konsum ausgibt. Unter diesen Annahmen wächst das Verhältnis zwischen Vermögen und Arbeitseinkommen jährlich (vereinfacht) mit der Rate der Differenz  $r - g$ .

Piketty geht von einer weiter zunehmenden Vermögensungleichheit aus, weil die Rate des Wirtschaftswachstums  $g$  tendenziell gesunken ist und seiner Meinung nach weiter abnehmen sollte, während sich die reale Kapitalrendite nur wenig verändern dürfte. Er bringt dies durch die Behauptung auf den Punkt, dass die Diskussion um die Rolle des Kapitals zurück sei, weil die Wachstumsschwäche zurück sei (Piketty/Zucman, 2013).

## 4.2 Wirtschaftspolitische Ableitungen

Piketty (2014a) leitet in seinem Buch weitgehende wirtschaftspolitische Forderungen ab:

- So schlägt er bei der progressiven Einkommensteuer einen Spitzensteuersatz von über 80 Prozent für Einkommen ab 500.000 oder 1 Million US-Dollar vor, und zwar für Industrieländer generell.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Diese Forderung hat Piketty (2014b) später auf die USA fokussiert, wo die Einkommensungleichheit vor allem mit Blick auf das reichste 1 Prozent deutlich größer ist als in Europa.

- Zudem befürwortet er eine progressive Vermögensteuer auf hohe Vermögen.<sup>7</sup> Diese Vermögensteuer soll idealerweise global eingeführt werden. Dazu macht Piketty einige Umsetzungsvorschläge, ist sich aber bewusst, dass dies allenfalls auf lange Sicht möglich sein wird.
- Schließlich fordert er eine progressive Erbschaft- und Schenkungsteuer mit hohen Steuersätzen bis zu zwei Dritteln bei sehr hohen Erbschaften.

Bei der Bewertung dieser Vorschläge muss sicherlich zwischen den USA und Europa unterschieden werden, da die Ungleichheit in den USA sehr viel größer ist. Doch in der öffentlichen Debatte werden Pikettys Forderungen durchaus auch auf Deutschland übertragen (Bofinger et al., 2015). Dabei ist jedoch zu bedenken, dass neben dem Ausmaß der Ungleichheit auch die Präferenzen für Umverteilung unterschiedlich sein dürften. Pauschale Forderungen, die für alle Länder in gleicher Weise gelten sollen, sind daher nicht zielführend. Käme es bei einem zu pauschalen Ansatz mit deutlich höheren Steuersätzen nicht nur für Millionäre zu einem Umverteilungsausmaß, das deutlich über die jeweiligen nationalen Präferenzen hinausgeht, drohten erhebliche Leistungsanreize, Abwanderungstendenzen von Hochqualifizierten und Personenunternehmen und damit letztlich Wachstumseinbußen.

Eine hohe Besteuerung von Vermögen und Erbschaften kann (neben einer hohen Unternehmensbesteuerung) mobiles Kapital vertreiben und die Standortbedingungen für Investitionen verschlechtern. Zudem ergeben sich Probleme bei der verfassungsrechtlichen Zulässigkeit einer Doppelbesteuerung von Einkommen und Vermögen sowie bei der aufwendigen Erfassung von Vermögen.

### 4.3 Kurzbewertung der These und offene Fragen

Die Zunft der Ökonomen hat sich intensiv mit Pikettys Thesen und Forderungen auseinandergesetzt.<sup>8</sup> Hier kann nur ein knapper Überblick über die wesentlichen Argumente dieser Debatte gegeben werden.

Dass eine kapitalismusbasierte Marktwirtschaft grundsätzlich zu Ungleichheitstendenzen führen kann, ist nicht umstritten. Das Konzept der Sozialen

---

<sup>7</sup> Seiner Vorstellung nach könnte Folgendes für den progressiven Vermögensteuersatz gelten (Piketty, 2014a, 517): Bei Vermögen bis zu 200.000 Euro 0,1 Prozent, bei Vermögen zwischen 200.000 Euro und 1 Million Euro 0,5 Prozent, bei Vermögen zwischen 1 und 5 Millionen Euro 1 Prozent, bei Vermögen zwischen 5 Millionen Euro und 1 Milliarde Euro 2 Prozent und bei Vermögen über 1 Milliarde Euro 5 bis 10 Prozent.

<sup>8</sup> Beispielfhaft seien hier erwähnt: Paqué, 2014; AEA, 2015a; 2015b; Bofinger et al., 2015; Fuest et al., 2015; Pinkovskiy, 2015; Ray, 2015; Rognlie, 2015.

Marktwirtschaft setzt bei dieser Erkenntnis an und sieht eine anreizkompatible und möglichst wachstumsfreundliche soziale Umverteilung und Sicherung vor. Diese Korrektur des Ergebnisses von Marktprozessen ist in den USA deutlich weniger ausgeprägt. Insofern scheint Pikettys Fokus auf die USA nachvollziehbar zu sein. Das Ausmaß der Umverteilung in Deutschland und Kontinentaleuropa ist jedoch sehr viel größer und es ist daher fraglich, ob – wie von Piketty gefordert – deutlich mehr Umverteilungsmaßnahmen ohne merkliche Wachstumseinbußen möglich wären.

Darüber hinaus lässt sich auch die theoretische und empirische Fundierung der Argumente Pikettys in verschiedener Hinsicht hinterfragen:

- So erscheint es wenig plausibel, dass Vermögen mit der Rate der Kapitalrendite  $r$  wachsen, da Kapitaleinkünfte nicht vollständig reinvestiert werden dürften. Es erscheint vielmehr plausibel zu unterstellen, dass sie teilweise in den Konsum fließen. Außerdem müssen beim Kapitalstock altersbedingte Wertverluste (Abschreibungen) berücksichtigt werden, die bei modernen Kapitalgütern mit kürzeren Produktzyklen recht hoch ausfallen können. Damit muss ein Teil der Kapitaleinkünfte zum Erhalt des Kapitalstocks verwendet werden und kann nicht zum Vermögenswachstum beitragen.
- Piketty definiert einen sehr weit gefassten Kapitalbegriff (einschließlich Immobilien- und Finanzvermögen). Daher ist zu hinterfragen, dass er seine Schlussfolgerungen auf dem neoklassischen Wachstumsmodell und damit einer aggregierten Produktionsfunktion aufbaut, bei der ein produktiver Kapitalstock unterstellt wird (Ray, 2015; Treeck, 2015).
- Die von Piketty festgestellte steigende Vermögens-Einkommens-Quote in den vergangenen Dekaden beruht offenbar nahezu allein auf einer Zunahme von Immobilienpreisen (Bonnet et al., 2014; Rognlie, 2015). Für die Einkommensberechnung aus dem Immobilienvermögen ist damit auch die Entwicklung der Mieten maßgeblich, die teilweise deutlich weniger stark als die Immobilienpreise gestiegen sind. Vor diesem Hintergrund ist es zwar richtig, dass die Vermögens-Einkommens-Quote gestiegen ist, diese Zunahme scheint aber weniger – als von Piketty suggeriert – ein fundamentales kapitalismus- und wachstumstheoretisches Problem zu sein.
- Pikettys Prognose der zukünftigen Entwicklung zentraler Variablen wie Wirtschaftswachstum, Kapitalrendite und Ersparnis ist zu kritisieren. So dürfte die Sparneigung – und damit die Rate der Vermögensakkumulation – mit abnehmendem Wirtschaftswachstum deutlich sinken, wie es etwa im Solow-Wachstumsmodell der Fall ist (Krusell/Smith, 2014). Darüber hinaus steht Pikettys Ansicht, die reale Kapitalrendite würde sich nur wenig ändern und damit relativ hoch bleiben, in einem gewissen Widerspruch zur nachfrageseitigen These der Säkularen Stagnation, die einen stark gesunkenen und möglicherweise negativen

gleichgewichtigen Realzins postuliert. Wäre die Kapitalrendite so hoch wie Piketty es vermutet, müsste bei den niedrigen derzeitigen Finanzierungskosten kräftig investiert werden.

- Paqué (2014) weist darüber hinaus darauf hin, dass die absehbare demografische Entwicklung in vielen Industrieländern und vor allem in Deutschland den Faktor Arbeit verknappen wird und daher in Zukunft eher mit einer relativen Umverteilung zugunsten der Arbeits- und zulasten der Kapitaleinkommen zu rechnen sein dürfte.

Trotz dieser Kritik erscheint die von Piketty angestoßene Kapitalismus-Ungleichheits-Debatte noch nicht entschieden und es zeigen sich durchaus differenzierte Befunde. Beispielsweise stützt Schaik (2015) mit einer modellbasierten Herangehensweise grundsätzlich Pikettys Thesen und bezieht dabei Abschreibungen (und eine geringe Substituierbarkeit von Kapital und Arbeit) mit ein. Auch Fuest et al. (2015) stützen die wichtigen Aspekte von Pikettys Befunden vorläufig, sie relativieren ihre Aussagen aber mit dem Hinweis auf Probleme bei der Datenverfügbarkeit und bei den Modellspezifikationen. Ray (2015) dagegen übt grundsätzliche Kritik an den von Piketty abgeleiteten stilisierten Gesetzmäßigkeiten, weil er nur endogene Variablen in einen Zusammenhang stellt und diese Gleichungen zudem teilweise den Charakter von Tautologien haben. Das Problem einer zunehmenden Ungleichheit von Einkommen und Vermögen wird von dem Autor zwar anerkannt, jedoch werden nicht immanente Mechanismen einer kapitalistischen Marktwirtschaft dafür verantwortlich gemacht, sondern modellexogene Einflussfaktoren wie Globalisierung, technischer Fortschritt und Finanzmarktliberalisierung.

## 5. Fazit

In jüngerer Zeit werden in der internationalen ökonomischen Debatte wirtschaftspolitische Forderungen laut, die deutlich von einer Nachfrageorientierung und weniger von einer angebotsorientierten liberalen Sicht geprägt sind. Sie gehen teilweise recht weit oder scheinen einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik entgegenzustehen. So wird beispielsweise vorgeschlagen, die fiskalpolitischen Regeln in Europa aufzuweichen, die extrem expansive Geldpolitik mit sehr niedrigen Zinsen für lange Zeit beizubehalten, die Inflation deutlich zu erhöhen, das Bargeld abzuschaffen, Schuldenschnitte bei Staaten durchzuführen sowie die Umverteilung von Einkommen und Vermögen stark zu erhöhen.

Diese Forderungen erhalten aus verschiedenen Gründen hohes Gewicht in der öffentlichen internationalen Debatte. Erstens werden sie durch plakative Schlagworte

in die öffentliche Debatte eingebracht. Das gilt zum einen für die Diskussion über eine vermeintlich drohende Säkulare Stagnation, zum anderen für die von Piketty angestoßene Kapitalismus- und Umverteilungsdebatte. Zweitens werden sie von prominenten ökonomischen Vertretern befürwortet. Zahlreiche renommierte internationale Makroökonominnen äußern die Sorge vor einer Säkularen Stagnation – und auch der vormals wenig bekannte Piketty hat inzwischen einen hohen Grad an Bekanntheit erreicht. Drittens basieren diese Forderungen auf einem zunächst wohlfundiert erscheinendem makroökonomischem Fundament.

Obwohl diese ökonomischen Debatten bislang nur auf begrenzten Widerhall in der deutschen Öffentlichkeit stoßen, darf ihre Relevanz nicht unterschätzt werden. Die international geführte Diskussion wird in Zukunft auch hierzulande immer mehr zu spüren sein. Denn die internationalen Organisationen IWF, EU-Kommission und vor allem die OECD scheinen ihre wirtschaftspolitische Ausrichtung teilweise grundlegend zu ändern. Waren sie zuvor recht klar angebots-, effizienz- und wachstumsorientiert, sieht es nun nach einer Prioritätsverschiebung hin zu mehr Nachfrage-Orientierung und zu einer stärkeren Befürwortung von Umverteilung aus. Studien einiger internationaler Organisationen mit Forderungen nach mehr Umverteilung auch in Deutschland und die Flexibilitätsinterpretation der EU-Kommission zum Stabilitäts- und Wachstumspakt sind dafür nur zwei Beispiele.

In diesem IW policy paper wurde die Relevanz dieser makroökonomischen Debatten betont. Zudem wurden die Begründungsmuster der dargestellten wirtschaftspolitischen Forderungen erläutert, eine erste kritische Bewertung wurde abgegeben und der weitere Forschungsbedarf vor allem mit Blick auf das Thema Säkulare Stagnation aufgezeigt.

## Literatur

- AEA** – American Economic Association, 2015a, A Discussion of Thomas Piketty's "Capital in the 21st Century", Webcast mit Teilnahme von Thomas Piketty, David N. Weil, Alan J. Auerbach and Kevin Hassett, Gregory Mankiw, <https://www.aeaweb.org/webcasts/2015/Capital.php> [29.8.2015]
- AEA**, 2015b, Symposium: Wealth and Inequality, Artikelserie unter Beteiligung von Thomas Piketty, Daron Acemoglu and James A. Robinson, Charles I. Jones, Wojciech Kopczuk, in: Journal of Economic Perspectives, 29. Jg., Nr. 1, S. 3–88
- Aizenman**, Joshua / **Marion**, Nancy, 2009, Using Inflation to Erode the U.S. Public Debt, VoxEU Column, <http://www.voxeu.org/article/using-inflation-erode-us-public-debt> [26.8.2015]
- Andor**, László, 2014, Re-discovering the Phillips curve, VoxEU Column, <http://www.voxeu.org/article/re-discovering-phillips-curve> [16.8.2014]
- Ball, Laurence**, 2014, The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent, IMF Working Paper, Nr. WP/14/92, Washington D.C.
- Blanchard**, Olivier / **Dell’Ariccia**, Giovanni / **Mauro**, Paolo, 2010, Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note SPN/10/03, Washington D.C.
- Bofinger**, Peter, 2015, Einfluss für Notenbanken: Wirtschaftsweiser Bofinger fordert Ende des Bargelds, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/bargeld-peter-bofinger-will-muenzen-und-scheine-abschaffen-a-1033905.html> [27.9.2015]
- Bofinger**, Peter / **Horn**, Gustav A. / **Schmid**, Kai D. / **Treock**, Till van, 2015, Thomas Piketty und die Verteilungsfrage – Analysen, Bewertungen und wirtschaftspolitische Implikationen für Deutschland, Berlin
- Bonnet**, Odran / **Bono**, Pierre-Henri / **Chapelle**, Guillaume / **Wasmer**, Étienne, 2014, Does housing capital contribute to inequality?, A comment on Thomas Piketty’s Capital in the 21st Century, Sciences Po Economics Discussion Paper 2014–07, Paris
- Brynjolfsson**, Erik / **McAfee**, Andrew, 2014, The second machine age. Work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies, 1. Aufl., New York
- Cowen**, Tyler, 2011, The great stagnation. How America ate all the low-hanging fruit of modern history, got sick, and will (eventually) feel better, New York
- Crafts**, Nicholas, 2014, Secular stagnation: US hypochondria, European disease?, in: Teulings, Coen / Baldwin, Richard, 2014, Secular stagnation: Facts, causes, and cures, [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox\\_secular\\_stagnation.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf) [26.11.2014], S. 91–100
- Demary**, Markus / **Matthes**, Jürgen, 2014, Das aktuelle Niedrigzinsumfeld: Ursachen, Wirkungen und Auswege, Gutachten für den Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft, <http://www.iwkoeln.de/studien/gutachten/beitrag/markus-demary-juergen-matthes-das-aktuelle-niedrigzinsumfeld-168565> [26.10.2015]
- Eggertsson**, Gauti B. / **Krugman**, Paul, 2012, Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach, in: The Quarterly Journal of Economics, 127. Jg., Nr. 3, 1469–1513

**Eggertsson**, Gauti B. / **Merothra**, Neil, 2014, A model of secular stagnation, NBER Working Paper, Nr. 20574, Cambridge MA

**European Commission**, 2014, ECFIN's medium term projections: the risk of 'secular stagnation', in: European Commission: Quarterly report on the euro area, 13. Jg., Nr. 4, Dezember, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/2014/pdf/qrea4\\_section\\_2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2014/pdf/qrea4_section_2_en.pdf) [26.10.2015]

**Fuest**, Clemens, 2013, Die Regierung braucht den Mut, gemeinsam mit den anderen Mitgliedsstaaten überschuldete Banken und Staaten notfalls mit Schuldenschnitten zu retten, [http://www.focus.de/politik/deutschland/bundestagswahl-2013/tid-33773/politik-das-muss-deutschland-jetzt-anpacken-clemens-fuest-mut-zum-schuldenschnitt\\_aid\\_1112976.html](http://www.focus.de/politik/deutschland/bundestagswahl-2013/tid-33773/politik-das-muss-deutschland-jetzt-anpacken-clemens-fuest-mut-zum-schuldenschnitt_aid_1112976.html) [26.8.2015]

**Fuest**, Clemens / **Peichl**, Andreas / **Waldenström**, Daniel, 2015, Piketty's r-g Model: Wealth Inequality and Tax Policy, in: CESifo Forum, 16. Jg., Nr. 1, S. 3–10

**Gordon**, Robert J., 2014, The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds, in: Teulings, Coen / Baldwin, Richard, 2014, Secular stagnation: Facts, causes, and cures, [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox\\_secular\\_stagnation.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf) [26.11.2014], S. 47–59

**Gordon**, Robert J., 2015, Secular Stagnation: A Supply-Side View, in: American Economic Review, Papers & Proceedings, 105. Jg., Nr.5, S. 54–59

**Hansen**, Alvin, 1938, Full Recovery or Stagnation?, New York

**International Economy**, 2015, Does Europe Need Debt Relief? – A symposium of views, Washington D.C.

**IW Consult / RWI**, 2015, Zukunft von Wirtschaft und Gesellschaft unter Minimalwachstumsbedingungen, Begründungsmuster – Folgen – Handlungsoptionen, Köln

**Jones**, Benjamin F., 2009, The Burden of Knowledge and the "Death of the Renaissance Man": Is Innovation Getting Harder?, in: Review of Economic Studies, 76. Jg., Nr. 1, S. 283–317

**Krugman**, Paul, 2013, Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers, New York Times Blog, v. 16.11.2013, [http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_r=0) [23.9.2015]

**Krugman**, Paul, 2014, Four observations on secular stagnation, in: Teulings, Coen / Baldwin, Richard, 2014, Secular stagnation: Facts, causes, and cures, [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox\\_secular\\_stagnation.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf) [26.11.2014], S. 61–68

**Krusell**, Per / **Smith**, Anthony A., 2014, Is Piketty's 'Second Law of Capitalism' Fundamental?, in: Journal of Political Economy, 123. Jg., Nr. 4, S. 725–748

**Lo**, Stephanie / **Rogoff**, Kenneth, 2015, Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on, BIS Working Papers, Nr. 482, Basel

**Matthes**, Jürgen, 2014, Ursachen und Auswirkungen des anhaltenden Niedrigzinsumfelds, Studie für die Aareal Bank, Köln

**Matthes**, Jürgen, 2015, Krisenländer: Relevanz von Strukturreformen für Wachstum und Währungsraum, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg., Nr. 2, S. 106–113

- Mokyr, Joel / Vickers, Chris / Ziebarth, Nicolas L.**, 2015, The History of Technological Anxiety and the Future of Economic Growth: Is This Time Different?, in: Journal of Economics Perspectives, 29. Jg., Nr. 3, S. 31–50
- OECD** – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015, Final NAEC Synthesis – New Approaches to Economic Challenges, Meeting of the OECD Council at Ministerial Level, 3. – 4. Juni 2015, Paris
- Paqué, Karl-Heinz**, 2014, Gibt es doch Gesetze des Kapitalismus?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), v. 21.9.2014, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/gastbeitrag-von-karl-heinz-paque-gibt-es-doch-gesetze-des-kapitalismus-13148312.html> [27.9.2014]
- Pâris, Pierre / Wyplosz, Charles**, 2014, PADRE. Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva Reports on the World Economy, Special Report, Nr. 3, <http://www.voxeu.org/content/padre-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone> [6.7.2015]
- Pichelmann, Karl**, 2015, When ‘Secular Stagnation’ meets Piketty’s capitalism in the 21st century. Growth and inequality trends in Europe reconsidered, European Economy, Economic Papers, Nr. 551, Brüssel
- Piketty, Thomas**, 2014a, Capital in the 21st Century, Cambridge, MA
- Piketty, Thomas**, 2014b, „Wir sollen alle Kapitalisten werden“, in: Die Welt, v. 12.5.2014, <http://www.welt.de/kultur/literarischewelt/article127887922/Wir-sollen-alle-Kapitalisten-werden.html> [15.10.2015]
- Piketty, Thomas / Zucman, Gabriel**, 2013, Rising wealth-to-income ratios, inequality, and growth, Vox.EU Column, <http://www.voxeu.org/article/capital-back> [30.9.2015]
- Pinkovskiy, Maxim**, 2015, A Discussion of Thomas Piketty’s Capital in the Twenty-First Century: By How Much Is  $r$  Greater than  $g$ ?, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2015/07/a-discussion-of-thomas-pikettrys-capital-in-the-twenty-first-century-by-how-much-is-r-greater-than-g.html#.VjHlmHnlsdU> [29.9.2015]
- Ray, Debraj**, 2015, Nit-Piketty: A Comment on Thomas Piketty’s Capital in the Twenty First Century, in: CESifo Forum, 16. Jg., Nr. 1, S. 19–23
- Reis, Ricardo / Hilscher, Jens / Raviv, Alon**, 2014, Will the U.S. inflate away its public debt?, VoxEU.org, <http://www.voxeu.org/article/will-us-inflate-away-its-public-debt> [27.08.2015]
- Rognlie, Matthew**, 2015, Deciphering the fall and rise in the net capital share, Brookings Papers on Economic Activity (BPEA) Conference Draft, [http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/spring-2015/2015a\\_roggnlie.pdf](http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/spring-2015/2015a_roggnlie.pdf) [17.9.2015]
- Schaik, Ton van**, 2015, On the Link between Piketty’s Laws, in: CESifo Forum, 16. Jg., Nr. 1, S. 11–18
- Summers, Lawrence H.**, 2013, Speech at the IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, 25.11.2013, Washington D.C., <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/#sthash.Tiiruqtw.dpuf> [15.10.2014]

**Summers**, Lawrence H., 2014, U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, in: Business Economics, 49. Jg., Nr. 2, S. 65–73

**Summers**, Lawrence H., 2015, Demand Side Secular Stagnation, in: American Economic Review, Papers & Proceedings, 105. Jg., Nr. 5, S. 60–65

**Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard, 2014, Secular stagnation: Facts, causes, and cures – a new Vox eBook, VoxEU Column, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [26.11.2014]

**Treock**, Till van, 2015, r>g: Why the ‘Piketty Debate’ Unsettles Germany’s Economic Experts, in: CESifo Forum, 16. Jg., Nr. 1, S. 26–34

**Weidmann**, Jens, 2013, Wer hat die Oberhand? Das Problem der fiskalischen Dominanz, Vortrag auf der BdF-BBk-Konferenz „Macroeconomics and Finance, Paris, 24.05.2013, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013\\_05\\_24\\_weidmann.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_05_24_weidmann.html) [25.8.2015]

**Whelan**, Karl, 2014, Europe’s growth crisis, in: CEPR – Centre for Economic Policy Research, Growth in Mature Economies – The Second CEPR-Modena Conference, S. 30–36, <http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/Modena%202.pdf> [25.10.2015]