

Eckhard Hein*

Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert – die post-keynesianische Perspektive

In einem Artikel in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung legte Carl Christian von Weizsäcker (2010) die Notwendigkeit staatlicher Defizite und Schulden von Ländern wie Deutschland angesichts stagnativer Entwicklungen dar. Ausgehend von der neo-österreichischen Kapitaltheorie gelangte von Weizsäcker damit zu ähnlichen fiskalpolitischen Schlussfolgerungen wie sie von Vertretern der post-keynesianischen Schule schon länger vertreten wurden. Zusammen mit Hagen Krämer hat von Weizsäcker 2019 zur Untermauerung seiner Thesen nun eine Monografie zum Thema „Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert“ vorgelegt. Das Buch liefert vier zentrale Beiträge:

1. Es enthält eine ausführliche Darstellung der neo-österreichischen Perspektive von Weizäckers auf Sparen und Investieren unter den Bedingungen hoher gleichgewichtiger bzw. natürlicher Zinssätze (Friedman-Welt) und unter den Bedingungen geringer oder negativer gleichgewichtiger bzw. natürlicher Zinssätze (Keynes-Welt). Hierbei wird argumentiert, dass wir derzeit in der Keynes-Welt leben.
2. Es liefert eine empirische Darstellung privaten Vermögens und dessen verschiedener Komponenten (Realkapital, Boden und Nettoforderungen gegenüber dem Staat) für die OECD-Länder und China.
3. Es beinhaltet ein kurzes Kapitel zu einer keynesianischen Perspektive auf Sparen, Investieren und Stagnation.
4. Basierend auf von Weizäckers neo-österreichischer Perspektive werden allgemeine wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen abgeleitet und dann für Deutschland und Europa spezifiziert.

© Der/die Autor(en) 2020. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

* Dieser Beitrag beruht auf meinem Vortrag in einem Panel zu Carl Christian von Weizäckers und Hagen Krämers Buch „Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die große Divergenz“ auf der 23. Jahreskonferenz des Forum Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM) im Oktober 2019 in Berlin. Mein Dank geht an Benjamin Jungmann für die Unterstützung bei der Übersetzung aus dem Englischen und an Hagen Krämer für hilfreiche Kommentare.

Die Kommentare in diesem Beitrag beziehen sich vor allem auf die Punkte 1 und 4.

Von Weizäckers neo-österreichischer Ansatz und eine post-keynesianische Alternative

In den Kapiteln 2 bis 4 des Buches präsentieren von Weizsäcker und Krämer eine neo-österreichische Theorie, die erklären soll, warum der reale Gleichgewichtszins bzw. der natürliche Zins in den OECD-Ländern und China negativ wurde: Der Wunsch privater Haushalte, Nettoforderungen zu halten, hat die Tendenz, schneller zu steigen als der Bestand der von den Unternehmen angebotenen finanziellen Verbindlichkeiten. Die angestrebte Warteperiode (Z) hat daher die Tendenz, die Produktionsperiode (T) zu übersteigen. Empirisch wird dies in den Kapiteln 4 bis 6 illustriert: Einem historisch in etwa konstanten Kapitalkoeffizienten (als Verhältnis von Realkapitalbestand zu jährlichem Konsum) steht ein steigender Vermögenskoeffizient (als Verhältnis zwischen privatem Vermögen zu jährlichem Konsum) gegenüber.

Im dritten Kapitel wird ausführlich dargelegt, dass der Hauptgrund für die Zunahme der Nachfrage nach Nettoforderungen relativ zum Konsum (relativer Vermögenswunsch) im steigenden Wohlstand und in der demografischen Entwicklung liegt, d. h. in alternden Gesellschaften. Dies bedeutet einen Anstieg der aggregierten angestrebten Warteperiode. Kapitel 4 zufolge besteht der Hauptgrund für das limitierte Angebot finanzieller Verbindlichkeiten durch den Unternehmenssektor in den beschränkten Möglichkeiten, die Komplexität der Produktion und die Arbeitsteilung, und damit die Produktionsperiode, durch Nettoinvestitionen zu erhöhen. Dies wird auf die abnehmenden Grenzerträge der Produktionsumwege zurückgeführt.

Prof. Dr. Eckhard Hein ist Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Europäische Wirtschaftspolitik an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin.

Im Grunde genommen liefert dieser Ansatz eine Loanable-Funds-Theorie, wonach sowohl Angebot von als auch Nachfrage nach verleihbaren Mitteln eine Funktion des realen Zinses (r) sind, d. h. $Z(r) = T(r)$. Für die zugehörigen Stromgrößen bedeutet dies, dass das Zurückbleiben der außenfinanzierten Investitionsnachfrage der Unternehmen hinter das Angebot an Haushaltssparen zu jedem positiven realen Zins auf einen negativen realen Gleichgewichtszins hinweist. Daraus folgt dann, dass der reale Gleichgewichtszins (bei Vollbeschäftigung) nur ins Positive angehoben werden kann, wenn die Nachfrage nach verleihbaren Mitteln entweder durch staatliche Defizite und Schulden und/oder Leistungsbilanzüberschüsse steigt, die mit Defiziten und Schulden des Auslands einhergehen. Da letzteres für die Welt als Ganzes nicht möglich ist, und auch die Leistungsbilanz für die OECD plus China insgesamt in etwa ausgeglichen ist (v. Weizsäcker und Krämer, 2019, 59), ist es Aufgabe der Staatsschulden (D), ein Gleichgewicht bei nicht-negativen Realzinsen sicherzustellen: $Z(r) = T(r) + D$.

Kann jedoch der Realzins prinzipiell als Variable verstanden werden, die das Verlangen der Haushalte, Nettofinanzvermögen zu halten, und das Angebot finanzieller Verbindlichkeiten durch den Unternehmenssektor ins Gleichgewicht bringt? Die Cambridge-Kapitalkontroverse hat gezeigt, dass in einer Ökonomie mit mehr als einem Gut die Kapitalnachfrage grundsätzlich keine monoton fallende Funktion des realen Zinses sein muss (Harcourt, 1969; Hein, 2014, Kap. 3.6). Für die Wahl der Technik bzw. der Produktionsperiode gilt ebenfalls: Es existiert keine systematische Reaktion auf Änderungen des realen Zinses. Wir können daher nicht davon ausgehen, dass ein geringerer realer Zins unweigerlich kapitalintensivere oder komplexere Produktionsmethoden zur Folge hätte (Fratini, 2019; Samuelson, 1966). Aus der Cambridge-Kapitalkontroverse wissen wir auch, dass der Pro-Kopf-Konsum, und damit das Sparen und die Veränderung der Nachfrage nach finanziellen Vermögenswerten der Haushalte, ebensowenig eine kontinuierlich steigende Funktion des realen Zinses ist.

Als Alternative zur neoklassischen und neo-österreichischen Realzinstheorie liegt die Keynesische (1936) sowie die hierauf aufbauende post-keynesianische Theorie vor. Hier wird das Sparen für jedes Aktivitätsniveau von den Investitionen bestimmt, die unabhängig vom aggregierten Sparen sind und von einem entwickelten Finanzsektor finanziert werden können. Dieser kann Geld und Kredit „aus dem Nichts“ schaffen und hiermit die Finanzierung eines Einkommensbildungs- bzw. Umverteilungsprozesses ermöglichen, aus dem sich dann das erforderliche gesamtwirtschaftliche Sparen ergibt. Dies gilt nicht nur kurzfristig, wie es Kapitel 7 bei von Weizsä-

cker und Krämer (2019) nahelegt, sondern auch für das langfristige Wachstum, wie schon Joan Robinson (1962, 82 f.) betonte.

In post-keynesianischen Modellen erfolgt die langfristige Anpassung vom Sparen an die Investitionen mittels Änderungen des Produktionswachstums und der Kapazitätsauslastung, d. h. durch den Kalecki/Steindl-Mechanismus, und/oder mittels Änderungen der funktionalen Einkommensverteilung, d. h. durch den Kaldor/Pasinetti/Robinson-Mechanismus (Hein, 2014). Der Zins gilt dann als eine monetäre Kategorie, die für Einkommensentstehung und Wachstum exogen ist (Pasinetti, 1974, 47). Der „Gleichgewichtszins“ wird im Wesentlichen durch die Zentralbankpolitik und die Liquiditätspräferenzen von Banken und Vermögensbesitzern bestimmt. Die gegenwärtigen geringen Zinssätze auf Geld- und Finanzmärkten sind daher Resultat dieser Faktoren. Die aktuelle Zentralbankpolitik wird somit als Reaktion auf stagnierende Tendenzen und geringe Inflationsraten interpretiert und nicht, wie in von Weizsäcker und Krämer (2019, 83), als Ausdruck geringer oder gar negativer realer Gleichgewichtszinsen. Vielmehr beeinflusst der monetäre Zins durch verschiedene Kanäle (Verteilung, aggregierte Nachfrage) schließlich die Profitrate (bzw. den Realzins). Post-Keynesianer haben hierfür verschiedene Modelle vorgelegt (Lavoie, 1995; Hein, 2008).

Langfristige Stagnationstendenzen ergeben sich nun aus Veränderungen der Determinanten von Investitions- und Sparsentscheidungen. Hierzu zählen:

- die Animal Spirits der Unternehmen bezüglich der Investitionen in den Kapitalstock (Keynes, 1936, 161),
- monetäre Variablen, wie Zinssätze und Kreditzugang,
- Verteilungsgrößen, z. B. Profite versus Löhne, einbehaltene Gewinne versus Zinsen und Dividenden, aber ebenso die Lohndispersion und die personelle Einkommensverteilung,
- die Art des technologischen Wandels und die damit verbundenen Effekte auf die Investitionen,
- und, mit besonderer Bedeutung, die staatliche Fiskalpolitik.

Aus dieser Perspektive wird Stagnation damit zu einem Problem der „Stagnationspolitik“ (Steindl, 1979), da die Ausrichtung der staatlichen Wirtschaftspolitik einen langfristigen direkten oder indirekten Einfluss auf alle genannten Determinanten hat (Hein, 2016; 2018).

Implikationen für die Wirtschaftspolitik

Aus der oben angedeuteten Stagnationsanalyse ergeben sich aus post-keynesianischer Perspektive neben einer effektiven Regulierung des Finanzsektors im Kern folgende Anforderungen an eine koordinierte makroökonomische Politik, bei der die Fiskalpolitik im Mittelpunkt steht (Hein, 2018):

- Die Fiskalpolitik sollte einen Functional Finance Ansatz (Lerner, 1943) verfolgen und ein nicht-inflationäres Vollbeschäftigungsniveau bei einer mittelfristig möglichst ausgeglichenen Leistungsbilanz ($X - M = 0$) anstreben. Der staatliche Finanzierungssaldo ($G - T$) ergibt sich dann aus dem (positiven oder negativen) privaten Überschusssparen ($S - I$) bei Vollbeschäftigung: $G - T = S - I$. Durch progressive Besteuerung kann der Staat zur Reduktion der Einkommensungleichheiten beitragen, das private Überschusssparen reduzieren und die Wirksamkeit der zyklischen automatischen Stabilisatoren verbessern. Insbesondere staatliche F&E-Ausgaben sowie staatliche Investitionen haben dabei positive Effekte auf das langfristige Produktivitätswachstum und die Wachstumsmöglichkeiten. Sollten staatliche Haushaltsdefizite notwendig sein, bedarf es zur Stabilisierung der Staatsschuldenquote ohne Primärüberschüsse nominaler Zinssätze auf Staatspapiere, die unterhalb des nominalen BIP-Wachstumstrends liegen, und daher der Kooperation mit der Zentralbank.
- Die Zentralbank sollte langfristige Zinssätze auf den Finanzmärkten anstreben, die den nominalen BIP-Wachstumstrend nicht übersteigen. Neben ihrer Funktion als „Lender of last Resort“ für das Bankensystem auf dem Geldmarkt sollte sie so durch Interventionen in den Markt für Staatstitel deren Liquidität garantieren. Zur Stabilität des Finanzsektors kann die Zentralbank mit anderen Instrumenten als der Zinspolitik beitragen (Anforderungen an Sicherheiten auf dem Geldmarkt, Mindestreserven, Kreditkontrollen).
- Die Lohn- und Einkommenspolitik der Tarifparteien (gegebenenfalls unter Beteiligung des Staates) sollte eine stabile Inflationsrate und eine stabile funktionale Einkommensverteilung zum Ziel haben, indem das nominale Lohnwachstum der Summe aus Zielinflation und dem mittelfristigen Arbeitsproduktivitätswachstum entspricht. Hierdurch werden Geld- und Fiskalpolitik in der Verfolgung ihrer Aufgaben entlastet.

Die post-keynesianischen Schlussfolgerungen für den Finanzierungssaldo des Staates befinden sich im Einklang mit den Empfehlungen in von Weizsäcker und Krämer

(2019). Doch während diese die Sicherung der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung als alleinige Aufgabe der entsprechenden Regierung begreifen (v. Weizsäcker und Krämer, 2019, Kap. 6, Teil 2), verlangt der post-keynesianische Ansatz hier die Kooperation zwischen Regierung und Zentralbank – vorausgesetzt natürlich, dass die Staatsschulden in heimischer Währung emittiert werden können.

Auch im Hinblick auf die Rolle des staatlichen Finanzierungssaldos für den Ausgleich der massiven internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte gibt es ebenfalls eine erhebliche Übereinstimmung zwischen den Vorschlägen von Weizsäckers und Krämers (2019) und post-keynesianischen Vorstellungen (Hein, 2016, 2019). In Kapitel 10 plädieren von Weizsäcker und Krämer (2019) für eine internationale Fiskalordnung, d. h. für international koordinierte Fiskalpolitiken und ein „multilaterales Bilanzabkommen“: Länder mit geringen Realzinsen und Leistungsbilanzüberschüssen sollten höhere Haushaltsdefizite und Staatsverschuldungen zulassen, wodurch die Importe steigen und die Leistungsbilanzüberschüsse sinken würden. Länder mit hohen Realzinsen und Leistungsbilanzdefiziten sollten umgekehrt ihre Haushaltsdefizite und Staatsverschuldung reduzieren, um so Importe und Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen.

Auch für die Mitgliedsländer der Eurozone schlagen von Weizsäcker und Krämer (2019) in Kapitel 11, wieder in Übereinstimmung mit post-keynesianischen Vorstellungen (Hein, 2018; Hein und Detzer, 2015), eine Koordination der nationalen Fiskalpolitiken in gleicher Weise vor, sodass die Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Eurozone korrigiert würden und der Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone gegenüber dem Rest der Welt zurückginge. „One Size Fits All“-Regulierungen der öffentlichen Haushaltsdefizite und der Staatsverschuldung müssten daher überwunden werden. Im Falle Deutschlands würde dies bedeuten, die Schuldenbremse abzuschaffen, um erhebliche und andauernde Haushaltsdefizite des Staates zu ermöglichen, die angesichts des Überschusses privaten Sparens gegenüber privaten Investitionen notwendig sind. Während von Weizsäcker und Krämer (2019) jedoch argumentieren, dass mit einem solchen Bilanzabkommen jeder Mitgliedstaat für seine eigene Solvenz verantwortlich wäre, ist aus post-keynesianischer Sicht hier die Kooperation der Europäischen Zentralbank erforderlich, die durch die Garantie der Staatsschulden der Mitgliedstaaten diese gegen Attacken und Spekulation auf den Finanzmärkten zu schützen hat.

Fazit

Von Weizsäcker und Krämer (2019) haben ein Buch mit wertvollen Denkanstößen veröffentlicht, das eine einge-

hende Diskussion sowohl innerhalb des akademischen als auch des politischen Raums verdient hat. Obwohl erhebliche theoretische Unterschiede zwischen von Weizsäckers neo-österreichischer Sichtweise und post-keynesianischen Ansätzen bestehen, gibt es eine breite Übereinstimmung hinsichtlich der Rolle der Fiskalpolitik zur Stabilisierung nationaler und internationaler Volkswirtschaften. Bei einem Überschuss des privaten Sparens gegenüber den privaten Investitionen bei Vollbeschäftigung sind kompensierende Haushaltsdefizite des Staates und damit verbundene Staatsverschuldung erforderlich, wenn gravierende Leistungsbilanzungleichgewichte vermieden werden sollen und Vollbeschäftigung bei konstanter Inflation stabilisiert werden soll. Es ist nicht erstaunlich, dass unterschiedliche und konkurrierende theoretische Ansätze hier zu ähnlichen Schlussfolgerungen kommen. Denn, was diese Ansätze verbindet, ist, dass sie grundlegende makroökonomische und finanzielle Strom- und Bestandsrechnungsbeziehungen beachten, unabhängig davon, was genau die Verhaltensgleichungen und die gleichgewichtserzeugenden Variablen in den jeweiligen Modellen sind.

Literatur

- Fratini, S. W. (2019), A note on re-switching, the average period of production and the Austrian business-cycle theory, *The Review of Austrian Economics*, 32(4), 363-374.
- Harcourt, G. C. (1969), Some Cambridge controversies in the theory of capital, *Journal of Economic Literature*, 7(2), 369-405.
- Hein, E. (2008), *Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation: Contributions to 'Monetary Analysis'*, Palgrave Macmillan.
- Hein, E. (2014), *Distribution and Growth after Keynes: A Post-Keynesian Guide*, Edward Elgar.
- Hein, E. (2016), Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers, *PSL Quarterly Review*, 69(276), 3-47.
- Hein, E. (2018), Stagnation policy in the Eurozone and economic policy alternatives: A Steindlian/neo-Kaleckian perspective, *Wirtschaft und Gesellschaft*, 44(3), 315-348.
- Hein, E. (2019), Financialisation and tendencies towards stagnation: the role of macroeconomic regime changes in the course of and after the financial and economic crisis 2007-9, *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 975-999.
- Hein, E. und D. Detzer (2015), Post-Keynesian alternative policies to curb macroeconomic imbalances in the Euro area, *Panaeconomicus*, 62(2), 217-236.
- Keynes, J. M. (1936), The General Theory of Employment, Interest, and Money, in J. M. Keynes (1973), *The Collected Writings*, Vol. 7, Macmillan.
- Lavoie, M. (1995), Interest rates in post-Keynesian models of growth and distribution, *Metroeconomica*, 46(2), 146-177.
- Lerner, A. P. (1943), Functional finance and the federal debt, *Social Research*, 10(1), 38-51.
- Pasinetti, L. L. (1974), *Growth and Income Distribution. Essays in Economic Theory*, Cambridge University Press.
- Robinson, J. (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, Macmillan.
- Samuelson, P. A. (1966), A summing up, *Quarterly Journal of Economics*, 80(4), 568-583.
- Steindl, J. (1979), Stagnation theory and stagnation policy, *Cambridge Journal of Economics*, 3(1), 1-14.
- v. Weizsäcker, C. C. (2010), Das Janusgesicht der Staatsschulden, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 5. Juni.
- v. Weizsäcker, C. C. und H. Krämer (2019), *Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die große Divergenz*, Springer.