

*Carl Christian von Weizsäcker und Hagen Krämer*

## **Ursachen und Folgen der »Großen Divergenz«**

**Replik auf Christoph Deutschmann**

Christoph Deutschmann beschreibt und analysiert in seinem Beitrag in diesem Heft mögliche Ursachen für die seit geraumer Zeit vorherrschende Politik der Null- und Negativzinsen. Er geht an mehreren Stellen in seinem Aufsatz auch auf unser Buch ein.<sup>1</sup> Dabei stimmt er zwar unserer zentralen These von der »Großen Divergenz« zwischen den (geplanten gesamtwirtschaftlichen) Ersparnissen und Investitionen prinzipiell zu. Er kritisiert aber unsere Analyse bezüglich der Faktoren, die Ersparnisse und Investitionen wesentlich beeinflussen und die die Divergenz zwischen diesen beiden Größen maßgeblich hervorrufen. Zum einen bestreitet Deutschmann unsere Feststellung, dass die Ersparnisse relativ zum Sozialprodukt gestiegen sind und – wie wir argumentieren – zukünftig noch weiter steigen werden. Zum anderen stellt er unserem empirischen Befund, dass das Verhältnis von Kapital zu Sozialprodukt (der Kapitalkoeffizient) ungefähr konstant geblieben ist, seine Ansicht entgegen, der zufolge die Nachfrage nach Kapital tendenziell gesunken sei. Diesen Rückgang erklärt er mit »der strukturell bedingten Erosion unternehmerischer Potenziale«.<sup>2</sup> Er hält dies für die entscheidende Ursache der »Großen Divergenz«.

Wir wollen im Folgenden auf die zentralen Kritikpunkte von Deutschmann an unserer These eingehen. Dazu werden wir in einem ersten Schritt Deutschmanns implizite Kritik an der von uns gewählten Gleichgewichtsanalyse zurückweisen. Anschließend zeigen wir, warum die Sparquote in den OECD-Ländern und China tatsächlich gestiegen ist, gehen auf die Bestimmung von Vermögenswerten und deren Zusammenhang mit der Finanzialisierung ein und setzen uns mit einigen weiteren Kritikpunkten von Christoph Deutschmann an unserem Ansatz auseinander.

1 Vgl. von Weizsäcker, Krämer 2019. Mittlerweile haben wir das Buch in einer aktualisierten und erweiterten Fassung auch auf Englisch veröffentlicht (von Weizsäcker, Krämer 2021 a).

2 Deutschmann 2022, S. 347.

## 1. Zur Sinnhaftigkeit einer Gleichgewichtsanalyse

Die zentrale theoretische Diskrepanz zwischen der Untersuchung in unserem Buch und der Deutschmanns besteht darin, dass wir eine Gleichgewichtsanalyse versuchen, während Deutschmann für die Probleme der bestehenden weltwirtschaftlichen Ordnung stipuliert, dass es im Rahmen dieser Ordnung gar kein Gleichgewicht gebe.<sup>3</sup> Diese Diskrepanz findet sich auch, wenn man unsere Analyse mit der yieldiskutierten Adorno-Vorlesung von Wolfgang Streeck vergleicht. Die »gekaufte Zeit«, die Streeck in der zunehmenden Verschuldung, speziell der Staatsverschuldung sieht, ist ja zu verstehen als ein Hinausschieben, nicht aber ein endgültiges Abwehren eines Untergangs des kapitalistischen Systems. In seinem neuen Buch<sup>4</sup> nimmt er diesen Faden wieder auf: Streeck antizipiert darin ein Ende der globalisierten Herrschaft des Kapitals durch einen Rückzug auf nationalstaatliche Demokratie mit protektionistischer Abschottung an den nationalen Grenzen.

Es ist nicht einfach, die Frage zu beantworten, ob eine analytische Durchdringung eines sehr komplexen Sachverhalts besser mit einer Gleichgewichtsanalyse oder mit einer Ungleichgewichts-These gelingt. Beide Verfahren haben ihre offenkundigen Schwächen: Die Gleichgewichtsanalyse reduziert die Sachverhalte auf Größen, die entweder im Zeitverlauf konstant sind oder aber einem klaren Trend unterliegen. Hierbei kann sie eine umfassende, bunte Phänomenologie der Welt nicht darstellen. Die Schwäche einer Ungleichgewichts-These ist ihr letztlich »prophetischer« Charakter, dass das betrachtete System in nicht allzu ferner Zukunft zusammenbrechen müsste. Was ist dann mit dieser These, wenn diese Prophezeiung nicht eintrifft?

Die genannte Diskrepanz hat es in der Kapitalismus-Analyse auch früher gegeben. Man muss nur an Karl Marx und die ihm antwortende »bürgerliche Ökonomie« denken, letztere etwa repräsentiert durch Eugen von Böhm-Bawerk. Marx formulierte das »Gesetz des tendenziellen Falls der Profitrate«. Dies war zentrale Komponente der Gesamtthese vom letztlichen Ende des Kapitalismus. Sie basierte auf der Feststellung der »inneren Widersprüche« im System der Herrschaft des Kapitals. Es war letztlich eine Ungleichgewichts-These. Sie hat zwar welthistorisch gewirkt. Aber selbst 150 Jahre später gibt es den Kapitalismus immer noch.

Böhm-Bawerk schrieb nach dem Tode von Karl Marx eine scharfsinnige Kritik des großen Werks *Das Kapital*. Ungefähr gleichzeitig präsentierte er eine Gleichgewichtsanalyse des kapitalistischen Systems in seinem Werk *Kapital und Kapitalzins*, das die Grundlage der Kapitaltheorie in der bür-

3 Ebd., S. 349.

4 Streeck 2021.

gerlichen Ökonomie wurde. Die Probleme seines damaligen Ansatzes sind lang und breit diskutiert worden.

Wir sehen somit: Eine ausschließliche Gleichgewichtsanalyse reicht ebenso wenig wie eine Ungleichgewichts-These. Es bedarf einer Antwort darauf, weshalb das kapitalistische System so zählebig ist, woher seine »Resilienz« kommt, wenn man schon den Begriff des Gleichgewichts vermeiden will. Und es bedarf von der Gleichgewichtsanalyse aus einer Ergänzung, mit deren Hilfe man den immer schon virulenten Widerstand gegen den Kapitalismus »verstehen« kann.

Anders als Marx sieht Deutschmann die Antwort auf das von ihm stipulierte Ungleichgewicht nicht in einem totalen Zusammenbruch des Wirtschaftssystems, sondern, Piketty und anderen folgend, in der Unausweichlichkeit von eingreifenden Reformen. Hier erwähnen wir als Beispiel nur die Veränderung des Steuersystems, insbesondere der Besteuerung von Erbschaften.

## 2. Freiwilliges Sparen und »Zwangssparen«

Was uns erstaunt, ist die Behauptung Deutschmanns, unsere Analyse sei »rein modelllogisch abgeleitet«, während seine Analyse »auf einem soliden empirischen Fundament« stehe.<sup>5</sup> Dabei kann Deutschmann allenfalls »intelligent guesses« darüber anstellen, ob das Handeln der Zentralbanken, wie von ihm behauptet, tatsächlich vorwiegend von der Zielsetzung bestimmt wird, die Vermögenswerte der Besitzenden zu sichern; empirisch belegen kann er dies natürlich nicht. Wer dagegen unser Buch auch nur kurSORisch zur Kenntnis genommen hat, sieht, welche Fülle an empirischen Daten unseren Aussagen zugrunde liegt. In den beiden unterschiedlichen Ansätzen geht es nicht um reine Theorie versus empirische Analyse, sondern um fundamental unterschiedliche begriffliche Eingruppierungen von großen gesamtwirtschaftlichen Aggregaten.

Der wichtigste Unterschied ist die Behandlung der sozialstaatlichen Altersvorsorge. Unsere These eines säkular wachsenden Anteils der Zukunftsvorsorge durch Sparen am laufenden Einkommen meint Deutschmann damit widerlegen zu können, dass die durchschnittliche Sparquote aus laufendem Einkommen gar nicht gestiegen sei. Er stützt sich hierbei auf entsprechende Kritik unseres Ansatzes von Spahn.<sup>6</sup> Diese Evidenz widerlegt unsere These jedoch in keiner Weise. Es ist leicht zu verstehen, dass auch das »Zwangssparen« in der Form von Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträgen zur

<sup>5</sup> Deutschmann 2022, S. 346.

<sup>6</sup> Vgl. Spahn 2021.

gesetzlichen Rentenversicherung aus der Sicht des Arbeitnehmers Zukunftsvorsorge ist. Und selbstverständlich sehen das die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer für sich selbst auch genauso. Kaum etwas anderes ist ihnen so wichtig wie die von ihnen erarbeiteten Zusagen einer Rente im Alter. Es ist daher nur folgerichtig, wenn wir bei unserer Berechnung des privaten Vermögens den Kapitalwert der künftig zu erwartenden Altersrenten aus der Sozialversicherung ebenfalls hinzufügen. Er *ist* Vermögen, wie auch das Bundesverfassungsgericht in ständiger Rechtsprechung feststellt, wenn es diese Rentenansprüche dem grundgesetzlichen Eigentumsschutz unterstellt. Kein Arbeitnehmervertreter hat dieser Rechtsprechung widersprochen.

Hieraus folgt aber auch unmittelbar, dass bei gegebener freiwilliger Sparquote der Anteil der Gesamt-Altersvorsorge am laufenden Einkommen mit der Lebenserwartung größer wird; denn die weltweit säkular steigende Lebenserwartung geht ja empirisch nicht mit einem entsprechend steigenden Eintrittsalter in das Rentnerdasein einher. Vielmehr wird im Raum der OECD-Länder plus China (also in einem Wirtschaftsraum von fast drei Milliarden Menschen) die steigende Lebenserwartung praktisch zu 100 Prozent für eine Verlängerung der Rentenbezugsdauer verwendet.

Was dieses private Vermögen in der Form von kapitalisierten künftigen sozialstaatlichen Rentenansprüchen betrifft, sprechen wir nicht von »Peanuts«. Dieser Vermögensbestandteil der Gesamtbevölkerung ist bei einem zugrunde gelegten Realzinssatz von Null so groß wie der Wert der Realkapitalgüter in der Hand derselben Gesamtbevölkerung.

Deutschmann sieht diese massive zusätzliche Vermögensbildung nicht, weil er sich durch das in diesem Wirtschaftsraum durchgängig praktizierte Umlageverfahren blenden lässt. Aber das Umlageverfahren bei der Rentenfinanzierung ist letztlich ein Kapitaldeckungsverfahren (wie es Unternehmen der privaten Lebensversicherung praktizieren müssen) abzüglich des fehlenden Deckungsstocks. Und das Fehlen dieses Deckungsstocks ist nichts anderes als eine entsprechend hohe Netto-Staatsschuld. Wir nennen sie eine »implizite« Staatsschuld, weil sie in den offiziellen Statistiken nicht als Staatsschuld ausgewiesen ist.

Mit anderen Worten: Es ist richtig, dass man das enorme private Vermögen in der Form expliziter und impliziter Nettostaatsschulden nicht dem Volksvermögen zurechnen darf. Sehr wohl ist es aber privates Vermögen, dem eben nur derselbe Betrag an Netto-Staatsschulden gegenübersteht.

Man kann sich natürlich lang über Begriffsbildungen streiten, die bei uns andere sind als bei Deutschmann. Entscheidend sind jedoch die tatsächlichen Kausalbeziehungen. Begriffe sollten so gebildet werden, dass mit ihnen diese Kausalbeziehungen gut verstanden werden können. In dem hier behandelten Zusammenhang ist es wichtig, den Einfluss der »Zwangs-

sparquote« (Anteil der Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge zur gesetzlichen Rentenversicherung am laufenden Lohneinkommen) auf die freiwillige Sparquote zu untersuchen. Hier besteht ein enges Substitutionsverhältnis. Wenn, wie Deutschmann betont, ein hoher Prozentsatz der Bevölkerung dauerhaft überhaupt nicht spart, dann müssten ja enorm viele abhängig beschäftigte Menschen nach Beendigung der Lebensarbeitszeit verhungern. Das geschieht aber nicht, weil sie dann eine Rente beziehen. Dieser Rentenanspruch substituiert somit die sonst notwendige freiwillige Vorsorge-Sparhäufigkeit für das Alter.<sup>7</sup>

Wenn heute vielfach die hohe Vermögenskonzentration beklagt wird, dann meint man damit das konventionell definierte Vermögen ohne die eben diskutierte Form des Vermögens der Rentenansprüche. Aber die konventionell definierten Vermögen sind gerade deshalb so stark konzentriert, weil ein Großteil der Bevölkerung wegen seiner sozialstaatlichen Absicherung diese Form des Vermögens gar nicht zu schaffen braucht.

Das gilt im Übrigen nicht nur für die Altersvorsorge, sondern auch für die Krankheitsvorsorge. Wenn zum Beispiel in Deutschland 90 Prozent der Bevölkerung in der gesetzlichen Krankenversicherung sind, so finanziert sich der entsprechende Teil des Gesundheitswesens durch eine Abgabe, die proportional zum Arbeitseinkommen des Versicherten erhoben wird. Hier handelt es sich, wirtschaftlich betrachtet (obwohl offiziell nicht so bezeichnet), um eine Art zweiter, und zwar zweckgebundener Lohnsteuer. Dass man sie heute noch als Versicherungsbeitrag bezeichnet, ist nur aus ihrer Entstehungsgeschichte zu verstehen, die hier nicht dargestellt werden kann. Bei einem großen Teil der Bevölkerung kommt damit der Staat für die Finanzierung der Gesundheitskosten auf. Das aber führt ebenfalls dazu, dass insoweit die freiwillige finanzielle Vorsorge für den Krankheitsfall durch Sparen nicht notwendig ist. Wer als Selbstständiger nicht Teil der gesetzlichen Krankenversicherung ist, der muss Ersparnisse für die Krankheitsvorsorge bilden. Analoges gilt für die Pflegeversicherung. Indem nun im säkularen Verlauf mit der steigenden Lebenserwartung und mit sonstigen Errungenschaften des Gesundheitswesens dieses seinen finanziellen Anteil am Nettosozialprodukt steigert, erhöht sich auch deswegen säkular der Keil zwischen dem insgesamt von der Gesellschaft getragenen Vorsorgebetrag und der freiwilligen finanziellen Vorsorge des Bürgers durch eigene Spartätigkeit. Letztere wird im Zuge des hier dargestellten Fortschritts in den Lebensbedingungen der Menschen immer a-typischer, was die Zukunftsvorsorge betrifft. Die Menschen leben immer länger und immer gesünder und

<sup>7</sup> Dieser Gedanke wird nicht dadurch annulliert, dass es in allen Ländern der OECD eine Sozialhilfe gibt. Denn natürlich kann man die Eventualansprüche aus der Sozialhilfe ebenfalls zum privaten Vermögen rechnen.

sind sich ihrer materiellen Zukunft immer sicherer – ohne dass sie deshalb ihre freiwillige Sparquote anheben müssten.

Wenn wir vom »Ende der Kapitalknappheit« sprechen, dann meinen wir den Umstand, dass heutzutage ein in dem ganzen Wirtschaftsraum von drei Milliarden Menschen hypothetisch eingeführtes Kapitaldeckungsverfahren für die Altersrenten gar nicht mehr möglich wäre: Es gäbe für den dafür notwendigen Deckungsstock beim besten Willen keine rentierlichen Anlagermöglichkeiten. Das war natürlich bei Einführung der gesetzlichen Rentenversicherung im späten 19. Jahrhundert noch ganz anders, zumal damals die durchschnittliche Rentenbezugsdauer noch bei zwei Jahren lag – und nicht wie heute bei 20 Jahren. Deshalb konnte in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg das Kapitaldeckungsverfahren der gesetzlichen Rentenversicherung noch funktionieren.

Um diese fundamentalen säkularen Veränderungen geht es uns. Aus diesem Grund hat die von uns definierte Netto-Staatsschuld im Verhältnis zum laufenden Sozialprodukt stark zugenommen. Aber was die Realzinsen für sichere Anlagen betrifft, ist ihr Absinken genau durch diese zunehmende relative Netto-Staatsschuld abgebremst worden. Das Phänomen ungefähr konstant bleibender Sparquoten (wie konventionell gemessen) beruht, wie gezeigt, genau darauf, dass die von den Bürgerinnen und Bürgern gewünschte zusätzliche Zukunftsvorsorge vom Sozialstaat übernommen wurde. Der inzwischen sehr viel höhere relative Nettoschuldenstand des Staates zwingt jedoch auch dazu, dass die risikobereinigten Realzinsen niedrig sind. Andernfalls könnte es fundamentale Schwierigkeiten mit der »Bedienung« der Gläubiger durch den Fiskus geben. »Die Renten sind sicher« (Norbert Blüm) genau so lange, wie die Realzinsen niedrig bleiben. Selbstverständlich sind Warnungen vor einer übermäßigen Aufblähung der Staatsschulden, die zu Zinssteigerungen führen müssten, berechtigt. Das gilt für die impliziten Staatsschulden wie für die expliziten.

### 3. Vermögenswerte und »säkulare Stagnation«

Damit aber kommen wir zu dem Phänomen der Wertsteigerungen von Vermögenswerten wie Immobilien oder Unternehmensbeteiligungen (insbesondere börsengehandelte Aktien). Sie sind Reflex der gesunkenen Realzinsen für sichere Anlagen. Praktisch jeden Tag lässt sich beobachten, wie empfindlich die Aktienkurse auf Nachrichten über Zinsänderungen reagieren. Nach wie vor ist es so, dass Anteilseigner an Unternehmen, auch solcher, die börsengehandelt sind, oder Immobilienbesitzer Risiken ausgesetzt sind. Daher gibt es bei all diesem Realvermögen eine Risikoprämie. Diese ist die Differenz zwischen der erwarteten Rendite des jeweiligen Objekts und

dem risikobereinigten Realzins, der an der Rendite von sicheren Staatsanleihen abzüglich der antizipierten Inflationsrate abgelesen werden kann. Bei gegebener Risikoprämie sinkt damit die erwartete Rendite des Investitionsprojekts mit dem risikofreien Realzins. Das aber führt bei gegebenem Bestand an Anlageobjekten zu erhöhten Preisen dieser Objekte. Dies ist unsere Erklärung für die gestiegenen Preise von Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien. Zum besseren Verständnis unserer Argumentation wollen wir noch einmal darauf verweisen, dass wir unter einer Risikoprämie – wie in der Ökonomik allgemein üblich – die im Durchschnitt der Fälle zu erwartenden Zusatzrenditen bei risikobehafteten Kapitalanlagen verstehen. Da alle Menschen risikoscheu sind, ziehen sie bei gleich hoher erwarteter Rendite die risikofreie Anlage der risikobehafteten Anlage vor. Da die Marktwirtschaft jedoch unternehmerisches Handeln und die damit verbundene Risikoübernahme benötigt, würde in einer Situation, in der kein Investor zur Risikoübernahme bereit ist, kein Gleichgewicht entstehen. Erst durch die Erwartung einer höheren Rendite kommt eine Risikoübernahme in Gang. Diese erwartete (aber eben nicht sichere) Differentialrendite wird als »Risikoprämie« bezeichnet.

Deutschmann erklärt die gestiegenen Vermögenswerte durch eine »Selbstbefriedigung« des Kapitalmarktes, die durch die zunehmende »Finanzialisierung« hervorgerufen wird. Er sieht hier das fundamentale Ungleichgewicht, das auch durch eine zunehmende Monopolisierung der Märkte für Realgüter verstärkt wird. Daraus resultiere ebenfalls die Abnahme der Lohnquote. Auch die verminderte Wachstumsdynamik der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sei damit zu erklären. Schließlich verweist er in diesem komplexen Zusammenhang auch auf die These der »säkularen Stagnation«. Deutschmann meint, zwischen den Vertretern dieser These und unserem Ansatz einen fundamentalen Unterschied erkannt zu haben.<sup>8</sup> Dies ist jedoch, soweit es die Erklärungsansätze betrifft, die in der Tradition von Alvin Hansen stehen, nicht der Fall.<sup>9</sup> Dies haben wir in Kapitel 7 unseres Buchs deutlich gemacht. Anders als die Analyse von Hansen & Co., die wie üblich *Stromgrößen* in den Mittelpunkt ihrer Betrachtung stellen, nehmen wir in unserem Ansatz aufgrund der von uns unterlegten Kapitaltheorie eine Analyse mittels *Bestandsgrößen* vor. Klar ist jedoch, dass in einem konsistenten analytischen Rahmen auf Basis von anerkannten Konzepten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ein widerspruchsfreier Zusammenhang zwischen Strom- und Bestandsgrößen bestehen muss.<sup>10</sup> Wir können daher in

8 Deutschmann 2022, S. 345.

9 Die von Deutschmann erwähnte angebotsseitige Stagnationstheorie von Robert Gordon gehört nämlich nicht dazu.

10 Vgl. dazu auch ausführlicher von Weizsäcker, Krämer 2021 b, S. 307–308.

Kapitel 7 ebenso zeigen, dass zwischen der Stromgrößen-Analyse der »Großen Divergenz« von Sparen und Investieren in Hansen'scher Tradition und unserer Analyse der »Großen Divergenz« mithilfe von Bestandsgrößen kein Widerspruch besteht.

#### 4. Zur Finanzialisierung und zur Risikoprämie

Die Finanzialisierung ist sicher ein wichtiger Aspekt der modernen Weltwirtschaft, der große Aufmerksamkeit verdient. Aber sie ist kein Gegenargument zu unserer Theorie, weil sie auf einer anderen Ebene liegt und eine Vermischung der Phänomene leicht zu Konfusion führen kann. Es ist wichtig zu verstehen, dass wir an dem Wert des Vermögens des Privatsektors interessiert sind und wie sich dieser bei uns ergibt. Zum Vermögen des privaten Sektors gehört zum einem das Realvermögen, das sich aus dem Wert des Bodens und dem Wert des Realkapitals zusammensetzt. Hinzu kommt zum anderen das Finanzvermögen. Dieses besteht aber *ausschließlich* aus den Nettoforderungen, die der Privatsektor gegenüber dem Staat hat<sup>11</sup> – und die für den Staat umgekehrt eine gleichgroße Nettoverbindlichkeit gegenüber dem Privatsektor darstellen (dies ist die explizite und die implizite Staatsverschuldung). Das bedeutet, dass sich die finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des Privatsektors wechselseitig zu Null saldieren. Zur Berechnung des Privatvermögens haben wir aufwändige empirische Berechnungen vorgenommen, die allesamt auf Daten aus den amtlichen Statistiken der untersuchten Länder des Raums der OECD-Länder plus China basieren.

Die Finanzialisierung kann sicherlich wesentliche Vorgänge auf den Finanzmärkten erklären und hat ihre Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Jedoch kann man damit nicht erklären, dass – abgesehen von den Forderungen gegenüber dem Staat – die Finanzvermögen des Privatsektors gestiegen sind. Deutschmann geht offenbar davon aus, dass der Kauf zahlreicher Vermögenswerte über Kredite finanziert wird und hierdurch das Nettofinanzvermögen zunimmt. Dies kann aber nicht stimmen, da schließlich jedem gekauften Vermögenswert eine entsprechende Verbindlichkeit gegenübersteht. Im Aufsatz von Deutschmann bleibt leider durchgängig unklar, wie der Autor Geld, Kapital und Vermögen definiert und damit voneinander abgrenzt. Zum Beispiel schreibt er: »Indem die neue Geldpolitik der Zentralbanken staatliche und private Schuldtitel, die andernfalls vom Markt verschwunden oder gar nicht von ihm aufgenommen worden wären, weiter

11 Da die Region OECD plus China einen annähernd geschlossenen Wirtschaftsraum darstellt, kann das Nettoauslandsvermögen hier vernachlässigt werden.

in Umlauf hält, ermöglicht sie bereits einen erweiterten Zugriff der Schuldner auf die volkswirtschaftlichen Ressourcen, der über das unter normalen Marktbedingungen Mögliche hinausgeht.«<sup>12</sup> Zuvor jedoch heißt es, dass ein »selbstreferentieller Akkumulationsmodus« eine spekulative »Superblase« an den Finanzmärkten hervorgerufen habe. Dies kann dann aber nicht bedeuten, dass dadurch realwirtschaftliche Ressourcen angeeignet werden.

Hinzu kommt, dass die neueste McKinsey Studie<sup>13</sup> – genau wie die von Deutschmann zitierte McKinsey Studie aus 2013 – zeigt, dass die »finanzielle Tiefe« nicht stärker angestiegen ist als das geschätzte Verhältnis zwischen dem Wert der sehr realen Immobilien und der laufenden Wertschöpfung. Eine Art Verselbstständigung der Finanzwerte von denen des Realkapitals und des Bodens hat nicht stattgefunden. Wie Jordà et al.<sup>14</sup> festgestellt haben, war im säkularen Verlauf die Wertsteigerung der Immobilien höher als die des Durchschnitts der »finanzialisierten« Unternehmensbeteiligungen, sprich: des Durchschnitts der börsengehandelten Aktien.

Es müsste deshalb die »Krise des Kapitalismus« an den hohen Immobilienwerten festgemacht werden. Immobilien haben zwei Wertbestandteile: erstens die Gebäude selbst, die mithilfe von Bauinvestitionen der Vergangenheit geschaffen wurden; zweitens den Bodenwert, auf dem das Gebäude steht. Die Gebäude sind in den verfügbaren Statistiken auf der Basis ihres Wiederbeschaffungswerts bilanziert. Der Überschuss des Gesamtwerts der Immobilie über diesen Gebäudewiederbeschaffungswert wird dem Bodenwert zugerechnet. Wie in unserem Buch in Kapitel 5 ausführlich dargestellt, beruht der ganz überwiegende Bodenwert (über 90 Prozent) einer modernen Volkswirtschaft auf urbanem Boden. Es geht hier um kapitalisierte »Lagerenten« der Immobilien. Dieser kapitalisierte Wert hängt einmal von der Höhe dieser jährlich anfallenden Bodenrenten, zum anderen vom Kapitalisierungsfaktor ab. Die jährlich anfallenden Bodenrenten werden in der Realwirtschaft bestimmt – und sind letztlich Preissignale für die Knappheit dieses urbanen Bodens. In dieser Replik können wir auf die Bestimmungsfaktoren dieser Bodenrenten nicht im Detail eingehen. Es genügt festzustellen, dass sie sehr stark von der staatlichen Gesetzgebung und Verwaltungspraxis abhängen. Der Bodeneigentümer ist damit dem Risiko ausgesetzt, dass sich dieses staatliche Handeln zu seinen Ungunsten ändert. Dieses Risiko zeigt sich darin, dass der Kapitalisierungsfaktor im Marktgleichgewicht immer eine wesentliche Risikoprämie widerspiegelt. Nie ist städtischer Boden so hoch bewertet worden, wie es einer risikofreien Kapitalan-

12 Deutschmann 2022, S. 342.

13 McKinsey Global Institute 2021.

14 Jordà et al. 2019.

lage entsprechen würde. Jedoch spiegelt der Kapitalisierungsfaktor auch die Höhe des risikofreien Realzinssatzes wider: Je niedriger dieser ist, desto höher ist der Kapitalisierungsfaktor. Die Fakten lassen sich auf der Basis dieses Kalküls sehr gut erklären.<sup>15</sup>

Was wir hier als »Risikoprämie« des Bodenbesitzes (und auch des Aktienbesitzes) bezeichnen, erhält bei Deutschmann die Bezeichnung »grenzenlos scheinende Rentiereinkommen«.<sup>16</sup> Damit ergeben sich zwei unterschiedliche Zukunftsszenarien. Wir sehen die Grenzen in den Boden- und Aktienwerten darin, dass ihr Besitz mit erheblichen Risiken verbunden ist – und erklären damit die in den letzten Jahren beobachteten Wertsteigerungen als Reflex des gesunkenen risikofreien Realzinssatzes. Dieser aber erhöht das Risiko dieses Besitzes, weil nun auch noch das Risiko wieder steigender Zinsen hinzukommt. Deutschmanns Auffassung ist die einer auf dem Glauben an eine grenzenlos weitergehende Steigerung der Immobilien- und Aktienpreise, eben eines grenzenlosen risikofreien Rentiereinkommens. Die Schwierigkeit dieser Erklärung ist die Frage: Warum sind dann diese Assetpreise nicht heute schon weit höher? Bei frei beweglichen Preisen passen sich diese doch immer schon an das Niveau an, das die Menschen im Durchschnitt der Erwartungen für das richtige halten. Es muss also Menschen geben, zum Beispiel Kreditverleiher bei Banken, die sich des Risikos sinkender Werte bewusst sind. Man kommt damit um das Thema »Risikoprämie« nicht herum, wenn man die jeweils aktuellen Preise erklären will. Wir sind daher der Meinung, dass die wirklichen Vorgänge auf den Kapitalmärkten nur erklärt werden können, wenn man den dort tätigen Menschen ein Risikobewusstsein unterstellt. Dennoch sind wir uns mit Deutschmann darin einig, dass Immobilienblasen auftreten können, die auf falschen Zukunftserwartungen beruhen.

Natürlich kommen immer wieder makroökonomisch bedeutsame Immobilienkrisen vor, so zum letzten Mal in der Finanzkrise 2007–2009. Sie resultieren aus überoptimistischen Zukunftsperspektiven, die speziell auch bei den Banken zu unvorsichtigen Ausleihungen gegen Immobiliensicherheiten führen. Die Immobilienkrisen, die es schon im 18. und 19. Jahrhundert gegeben hat, sind in der Geschichte immer wieder als Signal für das kommende Ende der kapitalistischen Wirtschaftsweise gesehen worden. Aber diese ist, bei allen Modifikationen, immer wieder »auf die Beine gekommen«. Dies nicht zuletzt dadurch, dass man immer besser die gesamtwirtschaftliche Steuerung seitens des Fiskus verstanden hat. Hier seien nur

15 Eine detailliertere theoretische und empirische Analyse der Märkte für urbanen Boden enthält das Kapitel 5 unseres Buchs. Vgl. von Weizsäcker, Krämer 2019 beziehungsweise von Weizsäcker, Krämer 2021 a.

16 Deutschmann 2022, S. 351.

einige historisch bedeutsame theoretische Beiträge von Bagehot, Wicksell, Keynes, Samuelson, Solow und Tobin genannt. Der Charme der staatlichen Fiskalpolitik liegt darin, dass er sich ohne Bereitstellung der herkömmlichen Sicherheiten verschulden kann, weil er den Gläubiger auf seine durch das Gewaltmonopol abgesicherte Besteuerungsmacht hinweisen kann: Leviathan. Aber diese Verschuldungsfähigkeit unterliegt immer der Gefahr, missbraucht zu werden, indem von ihr übermäßiger Gebrauch gemacht wird.

Diese kapitalismus-optimistische Sicht wird nicht dadurch außer Kraft gesetzt, dass nunmehr die Zinsen für längere Zeit auf Null oder gar unter Null abgesunken sind. Die jüngsten Preissteigerungsraten sind für die führenden Zentralbanken ein Anzeichen, dass es mit den Realzinsen demnächst wieder aufwärtsgehen muss. Unseres Erachtens wird dies auch zu einer Reduktion des Kapitalisierungsfaktors führen.

## 5. Wachstum, Verteilung und die Messung des technischen Fortschritts

Abschließend gehen wir auf Deutschmanns Erklärung der niedrigen Wachstumsraten ein. Er verweist auf sie im Zusammenhang mit einer gesunkenen Lohnquote, mit zunehmender Monopolmacht und dadurch erschwerter Innovationstätigkeit junger Unternehmen. Wir wollen problematische Entwicklungen bei der Einkommensverteilung nicht in Abrede stellen. Allerdings sind hier auch Phänomene mit einzubeziehen, die bei Deutschmann fehlen. So ist der säkulare Prozess der Globalisierung bezüglich der Einkommens- und Vermögensverteilung ein durchaus ambivalentes Phänomen. Man kann das Thema »Verteilung« und »Verteilungsgerechtigkeit« nicht anders als durch einen globalen Blick betrachten. Für die Schwellenländer, insbesondere die Ostasiens und Südasiens, war die Globalisierung ein großer Segen. Wir erwähnen hier nur China, das durch seine Exporte das effiziente Wirtschaften der westlichen Welt gelernt hat und daher in den letzten Jahrzehnten massiv aufgeholt hat. Bezieht man neben den reichen Ländern die Schwellenländer mit ein, dann ist die Einkommensverteilung gleichmäßiger geworden, obwohl in jedem einzelnen Land die Ungleichheit zugenommen hat.<sup>17</sup> Bei dieser geografisch umfassenden Betrachtung stellt sich auch heraus, dass das wirtschaftliche Wachstum nicht abgenommen hat. Der Aufholprozess in den Schwellenländern hat die verringerten Wachstumsraten der reichen Länder kompensiert.

Ehe man sich bei den nationalen Wachstumsraten auf Deutschmanns Erklärung einer stärkeren Monopolisierung einlässt, sind einige Messprobleme zu behandeln. Die Frage, in welchem Ausmaß Messfehler für den

17 Dies zeigt beispielsweise Milanović 2016 ebenso ausführlich wie kenntnisreich.

Rückgang der gemessenen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts und der Produktivität verantwortlich sind, ist nicht leicht zu beantworten. Einige Autorinnen und Autoren weisen die »mismeasurement hypothesis« kategorisch zurück und halten die Verlangsamung des Produktivitätswachstums für real.<sup>18</sup> Dennoch sind einige Messprobleme offenkundig. Erstens gibt es einen säkularen Struktureffekt. Das produzierende Gewerbe und auch die Landwirtschaft weisen immer schon höhere Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität aus als der Dienstleistungssektor. Nun nimmt aber der Wertschöpfungsanteil der Landwirtschaft und des produzierenden Gewerbes im Zeitverlauf ab, während der Dienstleistungssektor an Gewicht zunimmt. Schon deshalb sinkt die durchschnittliche Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität im Zeitverlauf.

Zweitens gibt es große Messprobleme bei Sektoren, die im Wesentlichen staatlich finanziert sind. Ein Beispiel ist der Gesundheitssektor, der zudem in allen Ländern der OECD und auch in China seinen Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung, konventionell gemessen, stetig erhöht. In diesem Sektor wird die Wertschöpfung im Grunde mit dem Wert der verbrauchten Ressourcen gemessen. Wenn aber wegen des medizinischen und des technischen Fortschritts die Leistung pro eingesetzter Arbeitsstunde steigt, dann kommt dies in der konventionellen Messung nicht zum Ausdruck. Der gemessene »Fortschritt« des Gesundheitssektors ist im Grunde nur die gemessene Reallohnerhöhung des medizinischen Personals. Damit übernimmt dieser Sektor eigentlich nur das Fortschrittsmaß der Sektoren, die über freie Preisbildung verfügen, sodass es dort Wertausdrücke für die Input- wie die Output-Seite gibt.<sup>19</sup> Ähnliche Messprobleme ergeben sich überall, wo der Staat anstelle des Nachfragers die Finanzierung der Aktivität übernimmt. Es ist somit durchaus möglich, dass der »eigentliche« Produktivitätsfortschritt im Gesundheitssektor höher liegt als der gemessene Pseudofortschritt. Wenn das der Fall sein sollte, dann müsste angesichts des säkular wachsenden Anteils der Beschäftigung dieser Sektoren das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum nach oben korrigiert werden.

Ein drittes Problem in der Messung des technischen Fortschritts ist das der Qualität der Arbeitsplätze. Wenn man den technischen Fortschritt heute anhand des Wachstums des Koeffizienten zwischen der realen Wertschöpfung im Zähler und der Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden im Nenner misst, dann fällt das Faktum heraus, dass sich die durchschnittliche Qualität der Arbeitsplätze ständig ändert. In der grenznutzentheoretischen Tradition der Wirtschaftstheorie gibt es den Begriff des »Arbeitsleids«. Man kann fol-

18 Vgl. zum Beispiel Syverson 2017.

19 Vgl. hierzu zum Beispiel Morger et al. 2018.

gende Frage stellen: Wie viele Euro wäre es dem gegen Bezahlung Arbeitenden wert, eine Stunde pro Woche weniger zu arbeiten? Wenn die Antwort zum Beispiel zehn Euro wäre, dann sind diese zehn Euro pro Woche der monetäre Gegenwert des »Arbeitsleids«. Ist nun der Nettolohn pro Stunde höher als zehn Euro, dann würde der Arbeitnehmer ungern auf diese letzte Stunde Arbeit pro Woche verzichten. Er würde vielleicht sogar gern noch länger arbeiten, wenn damit sein Nettolohn pro weitere Stunde um mehr als zehn Euro steigt. Wäre der monetäre Gegenwert des Arbeitsleids höher als sein Nettolohn, dann würde er gern auf eine Stunde Wochenarbeitszeit und den damit verbundenen Lohn verzichten. In einer korrekten Wohlstandsrechnung müsste man in die Messung des Produktivitätswachstums auch »vermiedenes Arbeitsleid« einbeziehen. Möglicherweise kämen dann andere Wachstumswerte heraus. Es könnte sein, dass sich das Produktivitätswachstum nach dem Erreichen eines gewissen Mindeststandards an materiellen Konsumgütern ein Stück weit weg von der besseren materiellen Ausstattung hin zu einer verstärkten Minderung des »Arbeitsleids« verlagert hat. Für diese Hypothese sprechen folgende Fakten: (1) Der Anteil der fürs Geldverdienen verwendeten Lebenszeit an der Gesamtlebenszeit hat sich in allen reichen Ländern säkular vermindert (wenn auch in Europa noch stärker als in den USA). Da bei den meisten Menschen das »Grenzarbeitsleid« mit der Erringung von mehr »Freizeit« zurückgeht, spricht diese säkulare Entwicklung für diese Hypothese. (2) Die rein physische Anstrengung am Arbeitsplatz ist ebenfalls im säkularen Verlauf zurückgegangen: Der Bauer hinter dem vom Pferd oder Ochsen gezogenen Pflug braucht für seine Freizeit kein Jogging; wohl aber mancher Büroarbeiter. (3) Die Häufigkeit und Schwere der Unfälle am Arbeitsplatz hat säkular abgenommen, ebenso der Anteil der gesundheitsgefährdenden beruflichen Tätigkeiten. (4) Der Anteil gut ausgebildeter Berufstätiger hat im säkularen Trend zugenommen. Man kann erwarten, dass diese eine Tätigkeit ausüben, die mehr Befriedigung mit sich bringt als Routinearbeiten ungelernter Kräfte. (5) Die Digitalisierung (man denke an den Trend zur zunehmenden Arbeit im Homeoffice) ermöglicht größere örtliche Flexibilität der Berufsarbeit.

Angesichts der »digitalen Revolution«, die seit einigen Jahrzehnten die klassische »industrielle Revolution« abgelöst hat und bei weitem noch kein Ende gefunden hat, erscheint es uns als fragwürdig, die in den Statistiken aufscheinende Abnahme des Produktivitätswachstums für bare Münze zu nehmen. Aber natürlich ist das Problem der Marktmacht ein Dauerproblem, um das sich die Politik zu kümmern hat. Gegen die Hypothese Deutschmanns, dass die geringeren Produktivitätsfortschritte auf zunehmende Monopolisierung zurückzuführen sind, spricht das Faktum, dass es gerade die Pioniere der Digitalisierung sind, die heute über die ganz

großen Privatvermögen verfügen. Diese resultieren keineswegs auf Erbschaf-ten, sondern auf »Schumpeter'schen« Innovationsgewinnen. Die dadurch bewirkte zusätzliche Ungleichheit der Einkommen und Vermögen basiert damit gerade auf den dramatischen Fortschritten bei der Digitalisierung. Wenn es die Rockefellers, Morgans, Krupps wären, die die Vermögensliste anführen, dann wäre die Hypothese Deutschmanns sehr viel plausibler. Diese Beobachtung ist kein Plädoyer gegen eine energische Wettbewerbspolitik.

## Literatur

- Deutschmann, Christoph 2022. »Die Negativzinspolitik der Notenbanken: Strukturelle Hintergründe und geldtheoretische Konsequenzen«, in *Leviathan* 50, 2, S. 334–355.
- Jordà, Oscar; Knoll, Katharina; Kuvshinov, Dmitry; Schularick, Moritz; Taylor, Alan M. 2019. »The Rate of Return on Everything, 1870–2015«, in *Quarterly Journal of Economics* 134, 3, S. 1225–1298.
- McKinsey Global Institute 2013. *Financial Globalization: Retreat or Reset?* New York: McKinsey & Company.
- McKinsey Global Institute 2021. *The Rise and Rise of the Global Balance Sheet: How Productively Are We Using our Wealth?* New York: McKinsey & Company.
- Milanović, Branko 2016. *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization.* Cambridge: Harvard University Press.
- Morger, Mario; Künzi, Kilian; Föllmi, Reto 2018. *Arbeitsproduktivität im Gesundheitswesen.* Studie im Auftrag des Bundesamtes für Gesundheit. Bern: Büro für arbeits- und sozialpolitische Studien und Universität St. Gallen.
- Spann, Peter 2021. »Bestands- und Stromungleichgewicht in der Aging Economy. Bemerkungen zu Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert«, in *Wirtschaftspolitische Beratung in der Krise*, hrsg. v. Krämer, Hagen; Schmidt, Johannes, S. 217–237. Marburg: Metropolis.
- Streeck, Wolfgang 2021. *Zwischen Globalismus und Demokratie. Politische Ökonomie im ausgehenden Neoliberalismus.* Berlin: Suhrkamp.
- Syverson, Chad 2017. »Challenges to Mismeasurement Explanations for the US Productivity Slowdown«, in *Journal of Economic Perspectives* 31, 2, S. 165–186.
- von Weizsäcker, Carl Christian; Krämer, Hagen 2019. *Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die Große Divergenz.* Wiesbaden: Springer-Gabler.
- von Weizsäcker, Carl Christian; Krämer, Hagen 2021 a. *Saving and Investment in the Twenty-first Century. The Great Divergence.* Cham: Springer-Nature.
- von Weizsäcker, Carl Christian; Krämer, Hagen 2021 b. »On Capital, Saving, and Investment in the Twenty-first Century: A Reply to Hein«, in *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention* 18, 3, S. 303–309.

**Zusammenfassung:** Seit der Finanzkrise 2007–2009 sind in den entwickelten Volkswirtschaften einige ökonomische Anomalien zu beobachten. Dazu gehört, dass sich die Realzinsen in zahlreichen Ländern im Bereich von null Prozent bewegen. Wir vertreten die Auffassung, dass für die Null-Zinsen fundamentale Faktoren auf dem Kapitalmarkt verantwortlich sind. Wie wir gezeigt haben, ist die Wirtschaft des 21. Jahrhunderts von einem neuen Phänomen geprägt: dem strukturellen Überschuss des privaten Sparwillens im Verhältnis zum privaten Investitionswillen. Christoph Deutschmann stimmt unserer zentralen These von der »Großen Divergenz« zwischen den gesamtwirtschaftlichen Ersparnissen und Investitionen prinzipiell zu. Er kritisiert aber unsere Analyse bezüglich der Faktoren, die Ersparnisse und Investitionen hauptsächlich beeinflussen und die Divergenz zwischen diesen beiden Größen hervorrufen. In unserer Replik auf Christoph Deutschmann setzen wir uns mit seinen zentralen Einwänden auseinander. Vor allem weisen wir seine implizite Kritik an der von uns gewählten Gleichgewichtsanalyse zurück. Außerdem zeigen wir, dass die Sparquote in den OECD-Ländern und China aufgrund des Anstiegs der impliziten Staatsverschuldung gestiegen ist. Wir gehen auf unsere Methode zur Bestimmung von Vermögenswerten in Verbindung zur Theorie der säkularen Stagnation ein. Schließlich behandeln wir die Bedeutung der Risikoprämie im Zusammenhang mit der von Deutschmann in den Mittelpunkt gerückten These der Finanzialisierung und gehen auf einige Probleme bei der Messung des Wachstums ein.

**Stichworte:** Sparen, Altersvorsorge, Gleichgewichtsanalyse, Risikoprämie, säkulare Stagnation

### Causes and Implications of the »Great Divergence«. Response to Christoph Deutschmann

**Summary:** Since the 2007–2009 financial crisis, a number of economic anomalies have been observed in advanced economies. These include real interest rates hovering in the zero percent range in numerous countries. We argue that fundamental factors in the capital market are responsible for the zero interest rates. As we have shown, the economy of the 21st century is characterized by a new phenomenon: the structural excess of private saving relative to private investment. Christoph Deutschmann agrees in principle with our central thesis of the »Great Divergence« between aggregate saving and investment. However, he criticizes our analysis with regard to the factors that mainly influence saving and investment and cause the divergence between these two variables. In our reply to Christoph Deutschmann, we address his central objections. In particular, we reject his implicit criticism of our chosen equilibrium analysis. We also show that the savings rate has increased in OECD countries and China due to the increase in implicit government debt. We elaborate on our method for determining asset values in connection with the theory of secular stagnation. Finally, we address the importance of the risk premium in the context of Deutschmann's financialization thesis and review some problems in measuring growth.

**Keywords:** saving, retirement provision, equilibrium analysis, risk premium, secular stagnation

**Autoren**

Carl Christian von Weizsäcker

Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern

Visiting Researcher

Kurt-Schumacher-Str. 10

53113 Bonn

Deutschland

weizsaecker@coll.mpg.de

Hagen Krämer

Hochschule Karlsruhe

Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

Moltkestr. 30

76133 Karlsruhe

Deutschland

hagen.kraemer@h-ka.de