

# Summers: Säkulare Stagnation

## Description

Die Zentralbanken der entwickelten Länder sind in Bewegung. Gestern berichtete Bloomberg über Diskussionen innerhalb der EZB, die Einlagen-Zinsen negativ zu machen. Das kostete den Euro einen Cent gegenüber dem Dollar. Die Fed überlegt offenbar ebenfalls, die Verzinsung auf Bank-Einlagen bei ihr zu reduzieren. Beides kann als Eingeständnis gewertet werden, dass den Zentralbanken das Pulver ausgeht.

Larry Summers hat mit einem Vortrag auf der jährlichen Research-Konferenz des IWF in der vergangenen Woche in ein Wespennest gestochen und das Bild einer Zukunft mit chronisch schwacher Nachfrage und schleppendem Wirtschaftswachstum gezeichnet, die „secular stagnation“.

Er ist nicht der erste, der auf ein solches Szenario hinweist. Paul Krugman hatte bereits vor zwei Jahren in seinem Blog die Hypothese der „secular stagnation“ aus den frühen Nachkriegszeiten aufgegriffen.

[Er attestiert Summers, diese nun besonders brillant neu belebt zu haben.](#)

Summers Gedankengang geht wie folgt:

In den zurückliegenden 50 Jahren hat die Fed die kurzfristigen Zinsen in jeder Rezession gesenkt, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Nun sind die Zinsen nahe Null und die Erholung ist weiterhin anemisch. Die Ersparnisse übersteigen die Investitionen deutlich. Der „natürliche“ Zins, bei dem Ersparnisse und Investitionen im Gleichgewicht Vollbeschäftigung brächten, ist mittlerweile negativ. Mit nominalen Zinsen nahe Null kann der Rückgang der Nachfrage durch Zinssenkungen aber nicht mehr kompensiert werden. Die Wirtschaft befindet sich nach dem Platzen der Schuldenblase in einer Liquiditätsfalle. So weit geht die [Argumentation entlang der Theorie von Keynes](#).

Die Fed hat mit QE (quantitative easing) unkonventionelle Wege beschritten, um über den Druck auf die langfristigen Zinsen Investitionsanreize zu geben. Das realwirtschaftliche Ergebnis bleibt hinter den Erwartungen weit zurück. Die Fed hat mit nominalen Zinsen nahe Null kaum noch Spielraum, was sich im Falle einer weiteren Rezession verheerend auswirken könnte, warnt Summers. Zwar könne die Fed die Leitzinsen für immer tief halten, aber sie kann nicht bis in alle Ewigkeit mit ihren unkonventionellen Maßnahmen fortfahren. Das zugrundeliegende Problem der Liquiditätsfalle könnte aber für immer fortbestehen.

Summers sieht zwei Möglichkeiten – beide zielen darauf ab, die Nachfrage anzukurbeln: Die Fed könnte



erstens zeitweilig ein höheres Inflationsziel ausgeben. Über selbst-erfüllende Prophezeiung würden die Realzinsen weiter in den negativen Bereich fallen und die Sparneigung senken. Die zweite Möglichkeit könnte darin bestehen, sich in Richtung Cash-loser Wirtschaft zu bewegen, in der alles Geld elektronisch ist. Dann könnte die Fed die Nominalzinsen sogar negativ machen, ohne Gefahr zu laufen, dass Geld außerhalb der Banken gehortet und das Geldsystem so destabilisiert wird.

Martin Wolf sieht in der FT unter der Überschrift "[Why the future looks sluggish](#)" drei Optionen: Die erste deckt sich mit dem ersten Vorschlag von Summers und ist in den zurückliegenden Jahren des öfteren von mehr oder weniger renommierten Ökonomen gefordert worden. Die zweite Option besteht darin, Unternehmen anzuregen, mehr zu investieren. Dabei stört allerdings, dass das Management von Aktiengesellschaften zur Sicherung von Bonus-Zahlungen Aktienkurse leicht durch Aktienrückkäufe steuern kann und nicht den beschwerlicheren Weg über produktivere Investitionen gehen muss. Wolf favorisiert getreu Keynes den dritten Weg, die überschüssigen Sparbeträge zu verwenden, um öffentliche Investitionen z.B. in Infrastruktur, Umwelt und Bildung zu steigern. Außerdem sollten Kapitalströme in die Emerging Markets erleichtert werden.

[Prof. Bofinger, Mitglied des Sachverständigenrats, hält es in diesem Zusammenhang für Unsinn, dass die EZB mit Tiefstzinsen Sparer enteignet und für fatal, dass Länder wie Deutschland nicht mehr investieren.](#) In Deutschland sei der Anteil der Arbeitseinkommen am Volkseinkommen in den vergangenen 15 Jahren stetig zurückgegangen, während die Kapitaleinkommen stark gestiegen sind. Die Unternehmensgewinne werden gespart und (in Deutschland) nicht reinvestiert. Hinzu kommt, dass die Nettoinvestitionen des deutschen Staates derzeit negativ sind. Da wäre noch Potenzial, wenn nicht die in Europa vereinbarte, in dieser Form ökonomisch unsinnige Schuldenbremse dagegen stünde, sagt Bofinger.

Keynes war der Auffassung, dass in Ermangelung privater Nachfrage der Staat als letztinstanzlicher Nachfrager auftreten muss, um ein neues Gleichgewicht zu schaffen, von dem aus es für Unternehmen wieder interessant ist, Arbeitsplätze zu schaffen und neu zu investieren.

Summers weist nun darauf hin, dass das nicht genügen könnte. Es könnte nicht reichen, lediglich zum durch eine längere Phase verzögerten Wachstums ohnehin gedrückten Potenzial-Output zurückzukehren, weil die sich daraus ergebende Nachfrage zu schwach ist, um deflationären Druck auszuschalten. (Eine Konsequenz wäre z.B.: Die Zentralbanken müssten geradezu auf Vermögenspreisblasen versessen sein, weil deren Wohlfahrtseffekt zu zusätzlicher Nachfrage verhilft – siehe [hier](#)).

Darüber hinaus laufen Summers Vorschläge darauf hinaus, das Geldsystem konsequent weiter in die Richtung zu entwickeln, die längst eingeschlagen wurde, nämlich es von dinglichen Bezügen zu „befreien“ und damit vollständig manipulierbar zu machen.

Eine realwirtschaftliche Folge einer solchen Politik ist eine weiter zunehmende ungleichmäßige Vermögensverteilung, die wiederum ihrerseits eine Tendenz zu höherer Sparquote in sich trägt. Das wiederum ist kontraproduktiv zum avisierten Ziel, die Nachfrage anzukurbeln und würde nahelegen, noch stärker in Richtung finanzielle Repression zu gehen und den Umbau des Geldsystems zu einer Cash-freien Zone zu forcieren.

#### **Zur Person:**

Larry Summers war von 1995 bis 1999 Stellvertreter des Finanzministers Robert Rubin, danach von 1999 bis 2001 Finanzminister im Kabinett von Clinton. In dieser Zeit unterstützte Summers die Deregulierung der Finanzmärkte etwa durch den Gramm–Leach–Bliley Act von 1999, der die weitgehende Aufhebung des Trennbanken-Systems vorsah. Insbesondere die Deregulierung der OTC-Derivate galt später als Ursache für die Finanzkrise ab 2007. Clinton bedauerte im Nachhinein, auf den Rat von Rubin und Summers gehört zu haben. 2008 wurde Summers vom designierten US-Präsidenten Obama als Nationaler Wirtschaftsberater in die Regierung berufen. Zum Jahresende 2010 schied er aus dem Nationalen

Wirtschaftsrat wieder aus, was damit begründet wurde, dass er sonst seine Stelle als festangestellter Universitätsprofessor verlieren würde. Er kehrte an die Universität von Harvard zurück. Im Sommer diesen Jahres galt Summers als Favorit bei der Nachfolge von Bernanke auf dem Chef-Sessel der Fed. Er zog seine Bewerbung schließlich zurück, nachdem liberale Demokraten im US-Senat dagegen opponierten und machte das Feld für [Yellen](#) frei.

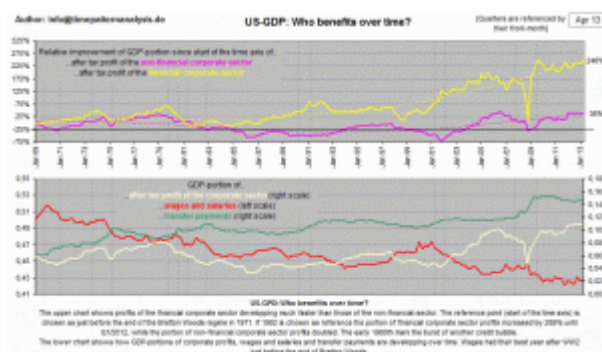
Die von Summers vorgelegten Gedankengänge sind konsequent und absurd zugleich. Sie stammen von einem (von **dem**) neo-liberalen Protagonisten der Deregulierung des Finanzsektors, die wesentlich zum Entstehen der aktuellen Situation beigetragen hat. Mit der Deregulierung Ende der 1990er Jahre wurde die [Große Moderation ausgerufen](#): Immer mehr glaubten immer bereitwilliger an die Wundertaten einer unabhängigen, flexiblen, die Amplitude der Konjunkturzyklen abschwächenden Geldpolitik, reduzierter staatlicher Regulierung, niedriger Steuern usw. Das Ende ist bekannt – alle aufgeschobenen Konjunkturtäler gab es akkumuliert in der Finanzkrise 2008.

Abgesehen davon klammert Summers die Frage aus, wie es zu der schwachen Nachfrageentwicklung kommen konnte. Vermutlich ist die ungleiche Vermögensverteilung (oder anders ausgedrückt, die Fokussierung der gegenwärtigen Phase des (extremen) Finanzkapitalismus auf Kapitalgewinne) gerade ein wichtiger Teil der Erklärung.

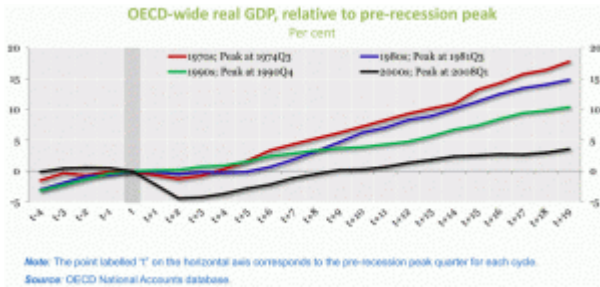
Die Hypothese der säkularen Stagnation in Volkswirtschaften mit relativ hohem Pro-Kopf-Einkommen wurde v.a. auch von Alvin Hansen vertreten. (Irrtümlich war hier zunächst eine Verbindung zum diesjährigen Wirtschaftsnobelpreisträger Lars Peter Hansen gezogen worden). Dagegen wurde bisher immer argumentiert, dass in offenen Volkswirtschaften die überschüssige Ersparnis ins Ausland abfließt und eine Abwertung der Inlandswährung herbeiführt. Eine daraus folgende Steigerung der Güterexporte wirkt dem Rückgang des inländischen Einkommens entgegen. Das wurde stets auch als Vorteil der Globalisierung angeführt. In dem Maße allerdings, wie immer mehr Länder in dieselbe Situation kommen, verliert dieses Argument seine Gültigkeit.

Die Hypothese der säkularen Stagnation ist aus meiner Sicht plausibel. Das legen auch die beiden folgenden Charts nahe.

Der folgende Chart zeigt die Entwicklung der Gewinne von nicht-Finanz und Finanz-Unternehmen, sowie des Anteils der Arbeitseinkommen am BIP:



Von der [OECD stammt die folgende Grafik](#), die zeigt, wie sehr die Erholungsdynamik nach Rezessionen seit den 1970er Jahren nachgelassen hat – oder anders, als wie wirkungslos sich die zunehmend lockerere Geldpolitik erwiesen hat.



In diesen Zusammenhang passt auch [Wachstumsillusionen | Teil 3!](#)

### Nachtrag:

(26.11.13) Eine lesenswerte Auseinandersetzung von L. Randall Wray mit Summers, seinen Thesen und seinem Werdegang gibt es bei "[EconoMonitor](#)".

Auch [Yves Smith beschäftigt sich mit dem Thema, wobei er den Fokus auf Krugman legt.](#)