

Brief von Professor Hans-Werner Sinn an Professor Carl-Christian von Weizsäcker als Reaktion auf die aktuelle Diskussion über die säkulare Stagnation

München, 11. Januar 2014

Lieber Christian,

ich habe die von Dir angestoßene Diskussion über die säkulare Stagnation erst jetzt über die Weihnachtstage nachlesen können. Das ist wahrlich ein wichtiges Thema. Es hat mich seit der Lektüre von Alvin Hansens Buch vor etwa vierzig Jahren, verstärkt seit der Beobachtung der japanischen Krise, immer wieder in den Bann gezogen. Vieles ist in der wirklich hochstehenden Diskussion schon gesagt worden. Folgendes finde ich aber noch erwähnenswert.

**1. Zu Landrentenargument:** Dass die Existenz von Land Situationen ausschließt, bei denen dauerhaft  $r \leq g$  gilt, ist bereits von Jürg Niehans (1966) festgestellt worden. Das Paper von Niehans hänge ich an. Niehans hat im Gegensatz zu Homburg den Bezug zum neoklassischen Wachstumsmodell aber nicht explizit hergestellt.

Es ist richtig, dass eine permanent positive Landrente noch keinen unendlichen Landpreis impliziert, wenn der Zins null ist. Hier hat Harald Uhlig Recht. Die Rente braucht ja im Zeitablauf nur schnell genug gegen null zu konvergieren, damit ihre einfache Summe für  $t \rightarrow \infty$  nicht unendlich wird. Umgekehrt gilt dann aber auch, dass der Barwert einer Landrente, die stets über einer Schranke größer null liegt, unendlich ist, wenn der Zins null ist. Dass der Anteil der Landrente am BIP von unten beschränkt ist, reicht nicht, denn das BIP selbst könnte ja permanent schnell genug schrumpfen ohne jemals null zu werden.

Ein symmetrisches Enteignungsrisiko spielt, wie Stefan Homburg Dir entgegenhält, in der Tat keine Rolle. Vermutlich ist Land sogar weniger riskant als das Asset, dessen Zins man zum Diskontieren verwendet. Insofern verstärkt die Existenz von Risiko sein Argument.

Praktisch halte ich das Landargument für tragfähig, weil die Bedingung, dass die Landrente von null weg beschränkt ist, eine hohe Plausibilität aufweist. Geht der Zins also dauerhaft gegen null, geht das Vermögen der Bürger und mit ihm der Konsum gegen unendlich. Die Gefahr, dass der natürliche Zins, bei dem die Investition die Ersparnis aufsaugt, *permanent* null oder kleiner als null ist, besteht demnach nicht.

**2. Ein temporär negativer natürlicher Zins:** Trotz des Landarguments besteht aber die Gefahr, dass der natürliche Zins *temporär* kleiner als null (oder kleiner als die natürliche Wachstumsrate) ist, denn der Anpassungspfad an den effizienten Steady State, der mit  $r > g$  links vom Golden-Rule-Punkt liegt, kann ja rechts von diesem Punkt mit einer größeren Kapitalintensität beginnen, bei der  $r$  zunächst kleiner als die Steady-State-Wachstumsrate  $g$  ist (z.B. wegen eines anfänglichen kapitalvermehrenden Produktivitätssprungs à la IT-Revolution). Da die Steady-State-Wachstumsrate auch null sein kann, z.B. weil die Bevölkerung nicht wächst und es keinen technischen Fortschritt gibt, kann es durchaus eine längere, Jahrzehnte währende Periode mit einem negativen (natürlichen) Zinssatz geben, ohne dass der Landpreis unendlich wird.

Vergleiche dazu die intertemporalen allgemeinen Gleichgewichtsmodelle mit operativem Bequest bzw. unendlich lebenden Akteuren (Sinn 1980, 1981, 1982, Chamley 1981 oder Abel und Blanchard 1983), die die gleichen Pfade wie Zentralplanungsmodelle mit unendlichen Zeithorizonten produzieren. Trotz des möglicherweise für eine begrenzte Zeit negativen Zinses liegt in diesen Modellen keine intertemporale Ineffizienz vor, denn der gesamte Wachstumspfad, den sie erzeugen, genügt im Gegensatz zu den Overlapping-Generation-Modellen stets den Hauptsätzen der Wohlfahrtstheorie. Auch ergeben sich nun keine unendlichen Landpreise, weil der Zins in der Nähe des Steady State ja größer als die Wachstumsrate ist. Eine Geldökonomie ohne Inflation kann diesen effizienten Wachstumspfad nicht erzeugen, weil dort der Mindest-Realzins null ist. Sie schafft den Pareto-optimalen Pfad bei einem anfangs zu hohen Kapitalbestand und fehlendem Steady-State-Wachstum nicht. Das ist nach meiner Einschätzung trotz der richtigen Überlegungen von Niehans und Homburg die stärkste theoretische Rechtfertigung für Deine Bedenken.

Du hast schon darauf hingewiesen, dass Larry Summers Deine Bedenken teilt. Ich habe mit ihm am 4.1.2014 beim AEA-Treffen in Philadelphia auch über dieses Thema diskutiert und ihm das oben genannte Argument kurz vorgetragen (in der Hauptsache ging es um andere Dinge). Die Diskussion ist unter <http://www.aeaweb.org/webcasts/2014/Austerity/NewStandardPlayer.html?plugin=HTML5&mimetype=video%2Fmp4> als Video nachzuverfolgen.

Es bleibt zu diskutieren, was all dies für die Politik bedeutet. Sicherlich heißt es, dass man ein Inflationsregime anstreben sollte, um die Untergrenze für den Realzins unter null zu drücken. Ob es auch die Staatsverschuldung rechtfertigt, wie Du es meinst, sehe ich im Moment nicht, denn die ist in dem betrachteten Modellrahmen grundsätzlich Ricardo-neutral. Aber das wäre für den Sonderfall einer Störung des Gleichgewichts durch die Zinsschranke noch zu überprüfen. Ich vermute, es bleibt bei der Ricardo-Neutralität, weil Haushalte und Staat mit dem Marktzins statt der Grenzproduktivität des Kapitals rechnen.

**3. Schöpferische Zerstörung versus Rettungsaktionen:** Von all diesen Modellüberlegungen einmal abgesehen scheint mir der wahre Grund für die heutige Investitionsschwäche in den USA und auch Teilen Europas aber in einer Kombination aus Wirtschaftsblasen, Haftungsbeschränkungen und öffentlichen Bail-outs zu liegen. Hansens säkulare Stagnationstheorie erfasst diese Problematik leider gar nicht.

Erst wurde das Gamble for Resurrection zu potenziellen Lasten der Gläubiger und Steuerzahler gespielt. Das führte zur Herausbildung von Blasen mit Scheinrenditen aus Wertzuwachsen. Als die Blasen platzten, ließen die Staaten und Notenbanken den Marktkräften, die eine rapide Entwertung des Kapitals (Marx) oder eine schöpferische Zerstörung (Schumpeter) hervorgebracht hätten, nicht ihren Lauf, sondern gaben dem Druck der Finanzinstitute und Kapitalanleger nach, mit niedrigverzinslichen Anschlusskrediten gerettet zu werden. Mancur Olsons Theorie von der politischen Dominanz der kleinen Gruppe (der Investoren) gegenüber der großen Gruppe (der Steuerzahler) kommt mir hier in den Sinn. Den Anlegern gelang es, sich aus dem Staube zu machen, weil die Zentralbank, und in Europa auch andere Staaten, an ihre Stelle traten. Weil die Entwertung des Kapitals begrenzt wurde, blieben die Renditen zu niedrig, als dass ein neuer Investitionsschub hätte entstehen können. Stattdessen

verbreitete sich ein allgemeiner Attentismus ohne Wagemut und Investitionsbereitschaft.

Wir wiederholen heute den Fehler Japans. Japan hat durch den Verzicht auf eine Bilanzbereinigung bei den Banken, durch ein gigantomanisches keynesianisches Demand Management (Anstieg der Schuldenquote von Platzen der Blase 1990 bis Ende 2012 von 67% auf 244%) und durch eine exzessive Kreditvergabe seitens der Notenbank (Fast-Nullzinspolitik seit 1998) den Verfall der Asset-Preise abgebremst, um das Vermögen der Investoren zu schützen. Damit hielt es die erzielbaren Renditen niedrig und drückte die Nettoinvestitionsquote auf einen der niedrigsten Werte aller OECD-Länder. Was wie eine säkulare Stagnation im Sinne Hansens aussieht, die keynesianisches Demand Management verlangt, ist in Wahrheit ein hausgemachtes Siechtum, das durch ein Übermaß an geld- und fiskalpolitischer Intervention erzeugt wurde.

Wir sollten Japans Politik nicht übernehmen, sondern die notwendigen Abschreibungen auf die Vermögenswerte hinnehmen und verbuchen. Schuldenkonferenzen mit Bail-ins und Euroaustritten sind besser als die Scheinrettung aus der Druckerpresse. Es wird Zeit, dass sich die Politik von den Interessen der Investoren befreit und das Unvermeidliche anerkennt, damit ein Neuanfang gewagt werden kann. Der Verlust der Asset-Preise heißt ja nicht, dass die finanzierten Gebäude oder Maschinen verfallen. Es heißt nur, dass neue Investitionen wieder rentabel werden. Der Sachverhalt scheint mir in Südeuropa evident zu sein. Erst nach einem Verfall der Vermögenspreise und möglicherweise auch einer offenen Abwertung wird dort das Wachstum wieder anziehen. Für die USA vermute ich, dass die Intervention der Fed den Verfall der Immobilienpreise und Aktienkurse viel zu früh gestoppt hat, als dass ein langanhaltender Aufschwung stattfinden kann. Das habe ich Larry Summers entgegen gehalten.

## Literatur

Abel, A. B. und O. J. Blanchard (1983), "An Intertemporal Equilibrium Model of Saving and Investment", *Econometrica* 51, S. 675–692.

Chamley, Ch. (1981), “The Welfare Cost of Capital Income Taxation in a Growing Economy”, *Journal of Political Economy* 89, S. 468–496.

Niehans, J. (1966), “Eine vernachlässigte Beziehung zwischen Bodenpreis, Wirtschaftswachstum und Kapitalzins”, *Swiss Journal of Economics and Statistics* 102, S. 195–200.

Sinn, H.-W. (1980), “Besteuerung, Wachstum und Ressourcenabbau: Ein allgemeiner Gleichgewichtsansatz”, in: H. Siebert, Hrsg., *Erschöpfbare Ressourcen*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Duncker und Humblot: Berlin, S. 499–528.

Sinn, H.-W. (1981), “Capital Income Taxation, Depreciation Allowances and Economic Growth: A Perfect Foresight General Equilibrium Approach”, *Zeitschrift für Nationalökonomie* 41, S. 295–305.

Sinn, H.-W. (1982), “Taxation, Growth, and Resource Extraction: A General Equilibrium Approach”, *European Economic Review* 19, S. 357–386.