Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 115/XXXVIII

Stagnations- und Deflationstheorien

Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XXXVIII

Von

Günther Chaloupek, Harald Hagemann, Hansjörg Klausinger, Heinz D. Kurz, Peter Spahn

Herausgegeben von

Volker Caspari

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 115/XXXVIII

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 115/XXXVIII

Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XXXVIII

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Stagnations- und Deflationstheorien

Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XXXVIII

Von

Günther Chaloupek, Harald Hagemann, Hansjörg Klausinger,
Heinz D. Kurz, Peter Spahn

Herausgegeben von

Volker Caspari

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten
© 2021 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin
Druck: Meta Systems Publishing & Printservices GmbH, Wustermark
Printed in Germany

ISSN 0505-2777
ISBN 978-3-428-18196-4 (Print)
ISBN 978-3-428-58196-2 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ♾

Internet: http://www.duncker-humblot.de

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Vorwort

Die 37. Jahrestagung des Ausschusses für die Geschichte der Wirtschaftswissenschaften des Vereins für Socialpolitik fand in der Zeit vom 10.–11. Juni 2016 in Karlsruhe zum Thema „Deflations- und Stagnationstheorien“ statt. Die lokale Organisation hatten Hagen Krämer und Johannes Schmidt übernommen. Sie hatten die Räumlichkeiten der Literarischen Gesellschaft im Prinz Max Palais gewählt, diese technisch bestens ausstatten lassen, so dass sich diese Entscheidung als vorteilhaft für die Vorträge und die anschließenden lebendigen Diskussionen erwies.

Das Thema „Deflations- und Stagnationstheorien“ lag „in der Luft“, weil die anhaltenden Niedrigzinsen und die unkonventionelle Geldpolitik vieler Zentralbanken weltweit zu einer Diskussion über die Ursachen der Niedrigzinsen geführt hatte und bis zum gegenwärtigen Tage noch geführt wird und nur von der Diskussion über die ökonomischen Folgen der Corona-Pandemie und ihrer Bekämpfung überlagert wird. Liegt die Ursache dieser Niedrigzinsphase eher an der ultralockeren Geldpolitik der Zentralbanken oder sind die Zentralbanken selbst eher Getriebene einer bereits länger bestehenden realwirtschaftlichen Entwicklung, die man mit dem Begriff „säkulare Stagnation“ charakterisieren könnte? Vergleiche zwischen älteren und jüngeren Erklärungsansätzen wirtschaftlicher Stagnation und Deflation vorzunehmen, war also das Ziel dieser Tagung.

Heinz D. Kurz liefert in seinem Aufsatz über das „Schreckgespenst der Stagnation“ eine Tour d’Horizon zu den verschiedenen Definitionen und Theorien der wirtschaftlichen Stagnation. Alle Ökonomen, die über Wirtschaftswachstum forschten und schrieben, diskutierten natürlich auch den umgekehrten Fall, den, in dem die Wachstumskräfte versiegten. Kurz verdeutlicht, dass die von den verschiedensten Ökonomen dargelegten Argumente große Gemeinsamkeiten aufweisen und er schließt mit dem Hinweis Marshalls, dass man bei der Lektüre der alten Meister und der neueren Literatur zu diesem Thema meistens „old friends in new dresses“ begegne.

Harald Hagemann setzt sich mit der Begründung von Summers neuer säkularer Stagnations-Hypothese auseinander. Summers folgend, sei es in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nicht mehr möglich, Vollbeschäftigung, ein befriedigendes Wirtschaftswachstum und finanzielle Stabilität durch konventionelle Geldpolitik zu erreichen. Eine entscheidende Rolle spiele dabei der langfristig gesunkene „natürliche Zinssatz“, der in Verbindung mit einer

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

niedrigen Inflationsrate das Erreichen der Vollbeschäftigung verhindere. Hagemann beleuchtet Summers Rückgriff auf Alvin Hansens Stagnationstheorie und diskutiert die Reaktionen von Krugman, Gordon und Eichengreen auf die Thesen Summers.

Peter Spahn geht der Frage nach, ob und wie die in der gegenwärtigen Makroökonomie dominierenden Modelle der sogeannten „neukeynesianischen“ Richtung das Phänomen lang anhaltender Absenkungen des realen Zinses erklären. Dabei geht es auch um die Frage, ob die intertemporale Allokation von Sparen und Investieren durch Marktversagen gestört wird oder ob es sich um ein geldpolitisch verursachtes Problem handelt. Kurz gesagt: Liegt eine „Sparschwemme“ oder eine „Geldschwemme“ vor? Ausgangspunkt für Peter Spahns Analyse ist der Modellansatz von Eggertsson und Mehrotra.

Günther Chaloupek beschäftigt sich in seinem Referat mit den Stagnationstheorien, die in den späten 1920er Jahren auf den Tagungen des Vereins für Socialpolitik verhandelt wurden. Einen besonderen Schwerpunkt legt er auf Sombarts These vom Spätkapitalismus, der seine Dynamik verloren habe und deshalb zu stagnativen Phasen tendiere. Weiterhin diskutiert Chaloupek noch Stagnationstheorien anderer Autoren, wie z. B. die Adolph Löwes oder Walther G. Hofmanns sowie Alfred Müller-Armacks.

Hansjörg Klausinger behandelt in seinem Referat den Beitrag der österreichischen Konjunkturtheorie zur Erklärung der Deflationstendenzen nach der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre. Er diagnostiziert eine grundlegende Schwäche des österreichischen Ansatzes in Fragen der Krisenbekämpfung, die auf eine inkohärente Position zu dem Phänomen der Deflation zurückzuführen sei.

Darmstadt, im Herbst 2020 *Volker Caspari*

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhaltsverzeichnis

The Spectre of Secular Stagnation Then and Now
By *Heinz D. Kurz*, Graz 9

Die ‚neue säkulare Stagnations-Hypothese': Summers after Hansen
Von *Harald Hagemann*, Stuttgart-Hohenheim 53

Bevölkerungswachstum, Ersparnis, Zins und Stagnation: Zur Diskussion um das Eggertsson-Mehrotra-Modell
Von *Peter Spahn*, Stuttgart-Hohenheim 85

„Spätkapitalismus". Stagnationstheorien deutscher Ökonomen zwischen den Weltkriegen
Von *Günther Chaloupek*, Wien 113

Woher kommt und wie schädlich ist Deflation? Die österreichische Konjunkturtheorie zur Großen Depression
Von *Hansjörg Klausinger*, Wien 141

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

The Spectre of Secular Stagnation Then and Now*

By *Heinz D. Kurz*, Graz

I. Introduction

If there are reasons for an economy to develop and grow, there must also be reasons for it not to do so. In the former case the first kind of reasons dominate the second, whereas in the latter case things are reversed. Every theory of economic development and growth therefore also contains, at least in principle, an explanation of stagnation.

The phenomenon of a persistent upward trend of real income per capita is essentially a child of developments that paved the way to the Industrial Revolution in Europe, especially England, and in its wake in always larger parts of the world. However, as Mokyr (2017) stressed, these developments would have been impossible without the formation of institutions in Europe between 1500 and 1700 that generated a "culture of growth" and innovation. Happy coincidences eventually overcame two strong obstacles typically preventing the production and employment of useful knowledge: first, the opposition of the holders of received knowledge and the economic and political power derived from it, and, secondly, the fact that new knowledge more or less swiftly tends to become a quasi-public good, which can be accessed by everybody, independently of whether a contribution has been made to cover the cost of its generation. The emerging culture of growth was the lucky result of a series of human actions and the unintended consequences they engendered and not due to an intelligent design of humans or "Providence" or the genetic superiority of some people over others.[1] Seen from this perspec-

* This is the written version of a paper given as the Kale Memorial Lecture at the Gokhale Institute of Politics and Economics, Pune, 7 April 2016, and then at the annual meeting of the historians of economic thought of the Verein für Socialpolitik, Karlsruhe, Germany, 10 June 2016. I am most grateful to Professor Rajas Parchure for kindly inviting me and for hosting my wife and me so well whilst in Pune. The visit to the GIPE was again a source of great pleasure and intellectual enjoyment. I should like to thank the people attending the lectures and participating in the discussions afterwards. I should also like to thank Tony Aspromourgos for valuable comments on a previous draft of this paper. In the paper I draw freely on some earlier work of mine on the theme under consideration; see, in particular, *Kurz* (2018).

[1] The mentioned happy coincidences also contribute to answering Joseph Needham's question (1969: 82–3), why Europe and not China. Interestingly, David Hume

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tive, a tendency towards secular economic stagnation may be seen as a weakening or even breakdown of the culture of growth.

In capitalist economies the profit motive dominates decisions to innovate and invest. The rate of profits, Karl Marx stressed, is "the sting and driver" of capital accumulation. If the rate of profits falls, the incentive to accumulate diminishes and so does the growth rate of the economy. Therefore, factors affecting this rate are at the centre of the majority of explanations of economic stagnation. Reasons given for a falling profitability include, inter alia, the following: the negative effects of an increasing relative scarcity of natural resources, both renewable and exhaustible; the degradation of the environment and climate change; a change in population growth due to a change in the generative behaviour of people; structural economic change away from manufacturing towards services; a growing concentration of capital and monopolization of business; a growing inequality in the distribution of income and wealth; a savings glut triggered by an ageing population that seeks to build up a capital stock; a declining creativity and inventiveness followed by a lack of profitable investment opportunities; political instability and the erosion of growth enhancing institutions; rising uncertainty and pervasive corruption; and a growing taxation of profits in order to finance the "welfare state".

The spectre of economic stagnation has repeatedly been haunting the world and pros and cons of it were discussed since the beginning of systematic economic thinking at the time of the classical economists in Britain, France and Italy. In many of the respective contributions, a tendency towards stagnation is seen as expressing the "maturity" and "age" of an economy. Such a tendency is frequently understood as a result of an endogenous process of self-transformation of the socioeconomic system. This self-transformation may, but need not, be accompanied by radical change and even revolutionary cataclysms. Authors such as Adam Smith, Marx and Joseph A. Schumpeter insisted that the realms of the economy, society, technology, culture and politics are not independent of each other. They rather interact and develop together, and are both sources and soundboards of stagnation tendencies. Therefore, a narrow economic perspective will generally not be good enough, other disciplines are needed in order come to grips with the complex phenomenon under consideration.

---

in his essay "Of the Rise and Progress of the Arts and Sciences" ([1742] 1987: 119–23) had already given a clue to one important element: political fragmentation in Europe and competition between small states as opposed to political centralization. In China whether inventions and innovations were welcome or not all depended on the Emperor and his court. Whilst the Song dynasty, for example, was open to change and improvement, the case of admiral Zhen He illustrates drastically the closing of explorative and inventive activities under Emperor Hongxi.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In this paper I provide a brief critical account of some of the most important arguments forged in order to explain economic stagnation. In Section 2 the concept of stagnation will be defined. Section 3 deals with the contributions of the classical economists Adam Smith and David Ricardo and some of their followers or critics, namely, Thomas Robert Malthus, John Stuart Mill and Karl Marx. Section 4 turns to marginalist authors, in particular to William Stanley Jevons and Léon Walras, and then to Robert Solow and recent theories of endogenous growth. While the classical economists advocated "Say's law" in the sense that the capital stock will be fully utilized in normal conditions of the working of the economy, they did not argue that this applies also to labour. An extension of Say's law to the labour market and the endorsement of full employment was advocated essentially only by marginalist (or neoclassical) economists. Section 5 deals with authors that reject Say's law in both versions and discusses contributions by John Maynard Keynes, Alvin Hansen, Michal Kalecki and Josef Steindl. These authors also drew the attention to structural changes of various kinds that affect the dynamism of the economy as do the authors dealt with in Section 6. These include Joseph A. Schumpeter, William Baumol, Larry Summers and Carl Christian von Weizsäcker. Section 7 contains some concluding remarks.

Because of the bird's-eye perspective on the theme under discussion, I refrain from providing the reader with detailed hints as to the sources used. A mostly synthetic view of the various contributions must do.

II. The concept of economic stagnation

In the literature about stagnation it is not always clear what is meant by the term. The reference could be to a diminution of the average rate of growth of the (net) social product from a certain positive level during past years to a persistently lower level in more recent years. This latter level may be positive or nil. In China a reduction of the growth rate from around 10 per cent per year during the past three to four decades to between 6 and 7 per cent recently, for example, would fit this definition, but in China it is known as the "new normal", and seen from the point of view of the experience in many highly developed countries it can hardly be called stagnation. The reference may be to the social product or to the social product per capita. This makes a big difference for countries with a positive rate of population growth. In case the latter is positive, but economic growth is about nil, growth per capita is negative: we would have to speak not of relative stagnation, but of absolute decline. While the classical economists lived in a world in which population growth was positive and in certain phases even increasing, in the modern world population growth in most developed economies has declined and is now around nil or even negative. In the classical authors,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

for example, we encounter the concepts of the "progressive" and the "retrograde" state of society. The fall in the rate of growth may be gradual or abrupt and it may or may not be accompanied by an increase in the volatility of growth. There is the problem of identification and distinction between secular stagnation and the downward parts of long waves of economic development, as Nikolai Kondratieff and Schumpeter discussed them. The focus on economic growth might be considered as too narrow, because it has only a single quantitative dimension, whereas what really matters is economic *development*, which has also a qualitative dimension and refers to the process of "creative destruction", as Schumpeter famously put it. Development affects the sectoral composition of the economy, the job and skill structure of the work force, socioeconomic institutions, peoples' aspirations and behaviour and so on. The problem of stagnation apparently requires an approach that takes into account the most important dimensions of change at hand. This will become clear time and again in the course of this disquisition.

Notwithstanding what has just been said, in the following we mean by economic stagnation a course of events in which the average rate of growth of income per capita, $g_{tø}$, declines from some higher level, g^{**}, but the decline is bounded from below by a non-negative level of the average growth rate, g^*, that is,

$$\frac{dg}{dt} < 0, \frac{d^2 g}{dt^2} < 0 \text{ and } g_{tø} = g^{**} \text{ for } t < T \text{ and } g_{tø} = g^* \text{ for } t > T, \text{ with } g^{**} > g^* \geq 0.$$

This definition should be enough to start with our investigation of reasons given and forces invoked by economists in an attempt to explain a tendency towards economic stagnation.

III. The classical economists and after

1. Adam Smith

The Wealth of Nations (Smith [1776] 1976) is all about the *Nature and Causes* of economic growth and development, and thus also about economic stagnation and decline.[2] In Book IV, "Of Systems of political Oeconomy", Smith stressed: "Political oeconomy, considered as a branch of the science of a statesman or legislator, … proposes to enrich both the people and the sovereign." (WN IV, Introduction) Which conditions and policies are favourable to the realisation of this double goal, which are detrimental to it? Smith leaves no doubt that in his view the major cause of a poor economic perfor-

[2] For the following, see also *Kurz* (2016a).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mance is bad policy, which in turn is rooted in a lack of understanding of the working of the socioeconomic system, the causes of its functioning and of its malfunctioning. Smith launched a frontal attack on what he called the "mercantile system", in which "the sneaking arts of underling tradesmen are … erected into political maxims for the conduct of a great empire" (WN IV. iii.8).[3] These maxims were based on untenable premises and arguments and favoured the interests of merchants, which are "directly opposite to that of the great body of the people" (WN IV.iii.10). The mercantile system is said to violate the principles of "equality, liberty and justice" by feeding the "wretched spirit of monopoly" in terms of privileges of various kinds, by restricting imports and propelling exports and long-distance trade, and by promoting the manufacturing sector of the economy and cities and towns, in which they are based. This policy of "restraint and regulation" (WN IV.ix.3), whose main architect had been Mr. Colbert, minister of Louis XIV in France, Smith was convinced, slowed down or even brought to a standstill the process of enrichment of both the people and the sovereign.

The reason Smith provided in support of his view relied upon an ordering of the different sectors of the economy as to their capacity to generate a surplus per unit of capital employed. According to this ordering agriculture (sector 1) was most productive, followed by industry (sector 2), domestic trade (sector 3) and foreign trade (sector 4). Let Y_i be the surplus or net value added and K_i the capital invested in sector i (i = 1, 2, 3, 4), then, according to Smith,

$$\frac{Y_1}{K_1} > \frac{Y_2}{K_2} \geq \frac{Y_3}{K_3} > \frac{Y_4}{K_4} > 0.$$

The "natural course of things" would therefore request to develop and promote agriculture first and industry, the towns and foreign trade only later, whereas the mercantile system reverses this order and therefore forsakes opportunities to grow. Denoting savings alias investment by S and total value added by Y, and assuming for simplicity a constant share of savings, s, the rate of capital accumulation, g, equals

$$g = \frac{S}{K} = \frac{S}{Y}\frac{Y}{K} = s\frac{Y}{K}.$$

If the value added per unit of capital invested, Y/K, diminishes in the course of the process of capital accumulation, then the rate of accumulation

[3] Today, the "underling tradesman" has a face – that of Donald Trump. Adam Smith would have probably strongly chastised his trade policy and his emphasis on bilateral "deals".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

and growth would of necessity have to decline. This is Smith's version of a moderate tendency towards lower rates of growth. Whether one wishes to call this economic stagnation in mature economies is a question of taste.

The following observations are in place. First, since the mercantile system is taken to develop sectors with a relatively low surplus creating capacity first, then, if Smith argument happens to hold true, growth would somewhat accelerate as time goes by, which would be the opposite of stagnation as we defined it. An observer not imbued with Smith's reasoning would be led to conclude that the mercantile policy is favourable rather than unfavourable to growth and development. What Smith feared most is that an actual course of events that he felt was inferior to the "natural" course, would, on the surface, look good and would therefore wrongly be taken to be superior.[4] Without a coherent economic theory, such a misunderstanding of reality is highly probable. This is why Smith insisted so much on the need of elaborating a sound political economy without which no reliable judgements about economic performance and policies to improve it were possible.

Our second observation concerns the correctness or otherwise of Smith's reasoning. Initially it ought to be stressed that Smith is not really clear for how long each sector should be promoted and when the statesman's attention should turn to the next one. This is not surprising, because his view about the social division of labour and the various sectors' very different openness to it interferes with a strict ordering of them. This ordering reflects what we may call a physiocratic prejudice. Smith, one might say, lived mentally still in an age of corn (wheat) and trinkets. Agriculture, he maintained, exhibits the highest surplus productivity, because in it nature cooperates with man for free and increases his productivity. The free gifts of nature, Smith went on, give rise to the rent of land, which is higher the more generous nature is. However, this view cannot be sustained. Does the steam engine of his colleague James Watt in Edinburgh not use the powers of nature and does the wind not swell the sails of the merchant fleet? As David Ricardo showed, rent does not reflect the generosity of nature, but its niggardliness: it reflects the scarcity of the (best qualities of) land and other natural resources. Smith's

[4] Smith was familiar with compound interest and therefore can be assumed to have understood what it meant to have low rates of growth first and high rates only later (mercantile course) as opposed to the reverse sequence (natural course). An accelerating growth under the mercantilist rule, other things equal, would still be associated with a relative loss in riches. It is perhaps also interesting to note that Schumpeter, one of the severest critics of Smith, in *Capitalism, Socialism and Democracy* (*Schumpeter* 1942), had essentially the same fear, but in his case the competing systems of political economy were capitalism and socialism.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

theory of rent was fundamentally mistaken and radiated negatively into other parts of his analysis.[5]

An element of Smith's physiocratic prejudice was his view that agriculture produces the only (composite) commodity, corn, needed directly and indirectly in the production of all commodities. Manufactured commodities on the other hand were taken to be either luxury goods ("trinkets" and trumpery) or means of production needed only in their own production and in that of luxury goods. In Piero Sraffa's terminology, corn was the only *basic product* in the system, whereas manufactures were non-basics (1960: 6). Smith insisted that "nature" has established a "great and essential difference … between corn and almost every other sort of goods" (WN IV.v.a.23). Whilst Smith is to be credited with having elaborated a general analytical scheme with the help of which our understanding of the working of the economy greatly improves, he erred in a number of respects. In particular, the role of the manufacturing sector as an "engine of growth" entirely escaped his attention. The sad irony here is that he at the same time entertained the view that the manufacturing sector allows for a much deeper division of labour and thus dynamically increasing returns than any other sector. However, given the sector's non-basic character, as Smith saw it, this does not turn on the dynamism of the economy as a whole, but essentially deflagrates in falling prices of luxury goods.

It hardly needs to be stressed that Smith's attack on Mr. Colbert et al. loses considerably in pungency in view of the Scotsman's empirical misjudgements and analytical blunders. Had he understood the role of the manufacturing sector as an engine of growth, he might have found a policy of urbanization and of the development of industry much less objectionable than he did.

To conclude, according to Smith economic stagnation is first and foremost the result of a misconceived economic policy under the influence of the "system of commerce". As he emphasized with regard to the enormous damage caused by the East India Company, "a company of merchants are … incapable of considering themselves as sovereigns, even after they have become such." He added: "by a strange absurdity [they] regard the character of the sovereign as but an appendix to that of the merchant" (WN IV.vii.c.103) and thus elevate the "wretched spirit of monopoly" to a state doctrine. However, even if the sound principles of political economy, that is those that Smith

[5] Smith was of the opinion that as capital accumulates and the population grows, the general rate of profits would tend to fall, and explained this in terms of an increase in the intensity of competition amongst the owners of capital. This explanation can also not be sustained. Had he been possessed of a theory of extensive diminishing returns in agriculture and thus a theory of differential rent, as developed by Ricardo and others, he could have explained a falling rate of profits in a consistent way.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

prided himself to have established, would conduct politicians, there would nevertheless be a tendency towards moderate economic stagnation because of the structural change implied by economic development.

2. David Ricardo

Ricardo in his *Principles of Political Economy* ([1817] 1951, *Works* I) transcended Smith's narrow agro-centric point of view and introduced us to the age of corn, coal, iron and machines (see also *Kurz* 2015). In the third edition of his magnum opus, published in 1821, he added a chapter "On machinery", in which machines are employed inter alia in producing "necessaries", that is the means of sustenance of workers (including corn). They are therefore basic products on a par with corn and the inputs that are indispensable in their production, coal and iron. By accepting Smiths' view that the manufacturing sector offers by far the greatest opportunities for an increase in the social division of labour and thus increasing returns to scale, Ricardo moved this sector from the periphery into the centre of attention. Ricardo even contemplated the terminal point of a development in which machine power successively replaces labour (and animal) power – a fully automated economic system. In a letter to John Ramsay McCulloch of 30 June 1821, he wrote:

> If machinery could do all the work that labour now does, there would be no demand for labour. Nobody would be entitled to consume any thing who was not a capitalist, and who could not buy or hire a machine. (*Works* VIII: 399–400)

Despite statements to this effect, Ricardo is typically seen as a representative of an extreme form of the stagnation thesis, just like Thomas Robert Malthus, his intellectual sparring partner. Two "laws", which Ricardo is said to have advocated, lead irrevocably to stagnation: the law of diminishing returns in agriculture and the Malthusian law of population.[6] Under the spell of these laws, as capital accumulates and the population grows, the rate of profits is bound to fall, since extensive and intensive rents on cultivated qualities of land will rise, expressing their growing scarcity, given the real wage rate (see *Kurz* 2010, 2015).

This result is indeed unavoidable, as Ricardo demonstrated as early as in his 1815 "Essay on Profits" (*Works* IV) and two years later confirmed in the *Principles*: in the conditions contemplated, "the natural tendency of the rate of profits then is to fall" (*Works* I: 120). Yet a falling rate of profits, r, involves a falling rate of capital accumulation, g, as can been seen immediately

[6] Close scrutiny shows that Ricardo was not of the opinion that the law of population applied throughout history. While there are phases in which it applies, it can be expected to lose in importance with rising real wages.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

in the simplifying case in which there is no saving and investing out of wages and rents and a given and constant propensity to accumulate out of profits, s_p,

$$g = s_p r.$$

Obviously, with the rate of profits vanishing, the economy could not escape the stationary state.

But does this represent adequately Ricardo's view about the *actual* course of things, as the majority of his interpreters maintained (see recently, for example, *Blaug* 2009 and *Solow* 2010)? This is obviously not the case. Ricardo was very clear that his respective argument involves counterfactual reasoning, because it deliberately abstracts from technical progress. It describes a path the economy would take in the hypothetical case, in which there are no further improvements and innovations in the economy; with regard to this path he also speaks of the "natural course of things". Since the precise kind and magnitude of future technical progress cannot be known today, he refrains from speculating about it. But some progress can certainly be expected to take place as time goes by:

> This tendency, this gravitation as it were of profits, is happily checked at repeated intervals by the improvements in machinery, connected with the production of necessaries, as well as by discoveries in the science of agriculture … (*Works* I: 120; see also V: 125–6)

The question of whether Ricardo was a stagnationist, then boils down to the question of whether he was a technological pessimist, who did not believe that sufficient technological and organisational progress could effectively offset diminishing returns in agriculture.[7]

The facts are the following. Already in the "Essay on Profits" Ricardo expressed the view that there are no signs pointing in the direction of a falling rate of profits in the foreseeable future: "we are yet at a great distance from the end of our resources, and . . . we may contemplate an increase of prosperity and wealth, far exceeding that of any country which has preceded us" (*Works* IV: 34). He confirmed this view in a letter to Hutches Trower of 5 February 1816: "we are happily yet in the progressive state, and may look forward with confidence to a long course of prosperity" (*Works* VII: 17). And in a contribution to volume IV of the Supplements to the *Encyclopædia Britannica*, published in September 1820, he stressed that "the richest coun-

[7] Ricardo put forward a most interesting typology of different forms of technological progress and the different effects these engendered; see, therefore, *Kurz* (2015, 2018: 32–36).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

try in Europe is yet far distant from that degree of improvement" (i.e. the stationary state) and that "it is difficult to say where the limit is at which you would cease to accumulate wealth and to derive profit from its employment" (*Works* IV: 179).

We may conclude by saying that while Ricardo did not exclude the possibility of economic stagnation due to a lack of sufficient technological progress, he was not of the opinion that there were yet clear signs to this effect to be seen. He conceived economic development as reflecting the "niggardliness of nature", on the one hand, and man's creativity and inventiveness, on the other. Which of the two forces would prevail in particular periods of history cannot be known in advance: the future is clouded in uncertainty.

3. Thomas Robert Malthus

Malthus advocated a doctrine that in important respects was diametrically opposed to Ricardo's. In particular, he disputed the possibility of a sustained increase in prosperity and wealth. The *conditio humana*, he opined, was rather distress and misery, at least for the large majority of people; a good life was the privilege of only a few, essentially the landed aristocracy. There could be periods in which the peoples' lot improved somewhat due to inventions, but these periods were rare and short lived because better economic conditions would spur population growth, which, because of diminishing returns in agriculture, would eventually annihilate these improvements. In his *Essay on the Principle of Population* of 1798 Malthus put forward his fatalistic view of the destiny of mankind, which culminated in the statement that "the power of population is indefinitely greater than the power in the earth to produce subsistence for man" (*Malthus* 1798: 9). This fact is reflected, he maintained, in recurrent famines and epidemics. The multiplication of the human race would time and again be stopped by a lack of means of nutrition. To the Anglican priest, distress and misery of the masses was a state God had intended, because it enforced virtuous behaviour, in particular sexual restraint. Malthus concluded:

> I see no way by which man can escape from the weight of this law which pervades all animated nature. No fancied equality, no agrarian regulations in their utmost extent, could remove the pressure of it even for a single century. And it appears, therefore, to be decisive against the possible existence of a society, all the members of which should live in ease, happiness, and comparative leisure; and feel no anxiety about providing the means of subsistence for themselves and families. (*Malthus* 1798: 10)

Indirectly, Malthus opposed strongly the view of Francis Bacon who, some two centuries earlier, had maintained that by decoding the laws of nature and

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

employing this knowledge in production, man could escape a state of misery. Since economic stagnation expressed the will of God, nothing could be done about it.

In his *Principles of Political Economy*, first published in 1820, Malthus sought to rebut central elements of Ricardo's doctrine. Here only two of them will be mentioned. First, while Ricardo criticised the *Corn Laws*, which rendered the import of corn more expensive, increased the domestic rents of land and tended to depress the rate of profits, real wages, capital accumulation and employment, Malthus defended them. Secondly, Malthus insisted that total production of a country is limited by aggregate effective demand, a view Ricardo uncompromisingly rejected.[8] In their controversy about whether a "general glut of commodities" was possible, Malthus argued that too high a propensity to save entails unemployment of labour and idle productive capacity on the ground that "the principle of saving, pushed to excess, would destroy the motive to production" (*Malthus* [1820] 1989: 8).

Ricardo did not dispute that in single markets an excess supply of commodities may be observed, "but this cannot be the case with respect to all commodities" (*Works* I: 292). As before him Adam Smith and practically almost all economists at his time, Ricardo took it for granted that each act of saving (accompanied by a loss of effective demand) is compensated by an equally large act of investment (accompanied by an increase of effective demand). This is the version of Say's law, which was then entertained. Smith and Ricardo in fact meant by "capital accumulation" *both* savings *and* investment. Interestingly, Malthus shared explicitly this view and stressed that one is allowed to ignore the hoarding of money: the money saved will be thrown back into circulation and lead to a demand for commodities, either by the savers themselves or by other people who will spend the money in their place (see Malthus [1820] 1989: 32). How could Malthus then contend that there may be a general overproduction, asks Ricardo in his *Notes on Malthus* (which were not published during his lifetime), struggling to retain his composure? And when Malthus drew from his questionable analysis the policy conclusion that it is "absolutely necessary that a country with great powers of production should possess a body of unproductive consumers" ([1820] 1989: 463) – having in mind the aristocratic spendthrifts as a sort of consumers of last resort – Ricardo had enough: such a body is "just as necessary and as useful with a view to future production, as a fire, which should consume

[8] *Keynes* (1937) in his essay on biography on Malthus sided with the latter, sighing what "a better place the world would be", had economists followed Malthus rather than Ricardo. However, Keynes wrongly credited Malthus with views he did not advocate; see therefore *Kurz* (2016b).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

in the manufacturers warehouse the goods which those unproductive labourers would otherwise consume“ (*Works* II: 421).

Malthus referred to mature economies “with great powers of production”, but Ricardo exposed mercilessly that his reasoning was logically flawed: one cannot on the one hand advocate Say’s law and on the other insist on effective demand failures. Keynes in his own work had learned the lesson Ricardo had tried to teach Malthus, as we will see below. However, an element in Malthus’s argument deserves to be emphasized which recurs time and again and so also in more recent contributions in support of the stagnation thesis: technological pessimism or rather the expectation that the pace of innovation will decelerate due to dwindling investment opportunities. Such an expectation is present in Keynes and then Alvin Hansen, but also in Lawrence Summers and Robert Gordon more recently. While Malthus’s logic was generally rather poor, he felt perhaps intuitively that a rise in the propensity to save and invest, that is, accumulate, did not match with his technological pessimism. Why should the propensity to invest rise *pari passu* with the propensity to save rather than go in opposite direction? And if it falls, the level of effective aggregate demand would fall and a general glut of commodities result. Freed from the straightjacket of Say’s law, a story could be told in which effective aggregate demand plays an important role for the overall performance of the economic system, both in the short and in the long run. But others had to tell this story, because Malthus was unable to do so.

To conclude, the following observation is in place. In Malthus and in the classical economists more generally, a swiftly growing population is seen to endanger the growth of output and ought to be controlled and contained, if possible. We encounter a completely different view in marginalist alias neoclassical authors, who advocated a version of Say’s law that subsumes the labour market under its scope, implying the full employment of all workers at any time provided wages are flexible. In *Solow* (1956) we find an extensive form of it, in Larry Jones (2002) an intensive one. In the latter more people mean more productivity enhancing ideas. That is, in these authors there is no need to worry about population growth, a view the classical economists would have received with disbelief.

4. John Stuart Mill

The idea of a tendency towards the stationary state of the economy is especially associated with the name of John Stuart Mill. In his *Principles of Political Economy*, first published in 1848, he wrote:

> It must always have been seen … by political economists, that the increase of wealth is not boundless: that at the end of what they term the progressive state lies

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

> the stationary state, that all progress in wealth is but a postponement of this, and that each step in advance is an approach to it. (*Mill* [1848] 1965: 752)

While at first sight the stationary state appears to be unavoidable, at second sight, though always visible, it continually tends to escape from the view: as one gets closer to it, it moves further away into the distance: "if we have not reached it long ago, it is because the goal itself flies before us." This is so, Mill opined, because of technological progress and capital exports:

> The richest and most prosperous countries would very soon attain the stationary state, if no further improvements were made in the productive arts, and if there were a suspension of the overflow of capital from those countries into the uncultivated or ill-cultivated regions of the earth. ([1848] 1965: 752)

While Mill shared by and large Malthus's law of population, he was much more optimistic than him as regards technological progress. Such progress, he was convinced, can be expected to keep especially the threat posed by exhaustible (as opposed to renewable) resources under control. He surmised in fact that the exhaustibility of each single resource was no cause for concern: "the almost inevitable progress of human culture and improvement … forbids us [sic!] to consider [the exhaustion of all such resources] as probable." ([1848] 1965: 496)

In view of his remarkable technological optimism, one cannot but ask which role, if any, the stationary state could possibly play in Mill's argument. This question cannot be answered with reference to his positive economics only, but requests us to turn to his normative point of view. He wrote that

> in contemplating any progressive movement, not in its nature unlimited, the mind is not satisfied with merely tracing the laws of the movement; it cannot but ask the further question, to what goal? *Towards what ultimate point is society tending by its industrial progress?* ([1848] 1965: 753; emphasis added)

In answering this question he stood up for the stationary state of society, provided it has reached a certain level of prosperity by controlling population growth. Otherwise technological progress would only lead to the multiplication of the labouring poor and growing income and wealth of a few. He explained:

> Hitherto it is questionable if all the mechanical inventions yet made have lightened the day's toil of any human being. They have enabled a greater population to live the same life of drudgery and imprisonment, and an increased number of manufacturers and others to make fortunes. They have increased the comforts of the middle classes. But they have not yet begun to effect those great changes in human destiny, which it is in their nature and in their futurity to accomplish. ([1848] 1965: 757)

According to Mill there was no lack of the "means of improving and elevating the universal lot". The means are available to mankind by "conquests

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

made from the powers of nature by the intellect and energy of scientific discoveries". Alas, and regrettably, they are not "the common property of the species", but have been appropriated by only a few of its members ([1848] 1965: 757). Radical socioeconomic reforms would be needed to end this state of affairs. The ideal state Mill has in mind is a rich, just, well-governed and stationary society.

Clearly, if a stationary population does not affect negatively the creativity and inventiveness of its members that are able to counteract effectively diminishing returns in agriculture, then the ideal state would be one with a growing real income per capita: there would be no stationary state in sight anymore! Mill's argument, it turns out, is not always fully conclusive.

5. Karl Marx

Marx's analysis, while firmly entrenched in classical, especially Ricardian economic thought, sought to overcome the latter. The classical authors, he insisted, have not understood that the capitalist mode of production is doomed to failure and to give rise to socialism. They did not manage to cross the "pons asini" of political economy by providing a compelling proof of the falling tendency of the general rate of profits. This tendency would bear testimony to the petering out of capitalism's vigour and would eventually sound its "death bell". In this perspective the falling rate of profits was the "most important law from the historical standpoint" (MEGA^2 II/15: 255), because it established the transient nature of the capitalist mode of production.

It may be asked whether Marx held a stagnation theory. He did and he didn't. He sought to establish that capitalism's dynamism is bound to vanish, and he augured the coming of a vigorous alternative to it. Here we focus attention on the former part not least because Marx had little to say on the latter.[9]

Marx's political economy represents a particular variant of the doctrine of the unintended consequences of self-interested behaviour elaborated especially by representatives of the Scottish Enlightenment: he forged an "invisible hand" argument, to use Adam Smith's concept. According to Marx, capitalists desperately seeking not to fall victim to their "inimical brothers" in the competitive struggle (MEGA^2 II/15: 249–50), restlessly pursue lower costs and higher profits through capital accumulation and technological pro-

[9] According to *Schumpeter* ([1942] 2008: 162), Marx's failure to define more precisely what he meant by socialism is "one of the most serious shortcomings" of his doctrine.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gress. This reflects the "coercive law of competition" (MEGA^2 II/15: 257). However, "behind their backs" (MEGA^2 II/15: 169) their nemesis was taking shape: the general rate of profits was falling. The self-seeking behaviour of each single capitalist spelled trouble for the class as a whole and paved the way towards socialism, which purportedly ended the exploitation of man by man.

The punchline of Marx's argument is the following: While Ricardo saw technological progress to be an effective antidote to the tendency of the rate of profits to fall caused by the niggardliness of nature, Marx maintained on the contrary that a particular form of technological progress was responsible for this fall. He mocked at Ricardo who is said to "flee from economics to seek refuge in organic chemistry." Profitability does not fall "because labour becomes less productive, but because it becomes more productive" (MEGA^2, part II/15: 236).

Does this mean that one should assume, conversely, that the rate of profits would rise with a falling labour productivity? Putting it in this way hints at the cul-de-sac into which Marx had manoeuvred himself. He based his argument on what he considered to be the form of technological progress that is congenial to capitalism – a form he, interestingly, had come across in the chapter "On machinery" in the third edition of Ricardo's *Principles* of 1821. It is supposedly characterised by an increase in the "organic composition of capital": more and more physical plant and equipment (reflecting "dead" labour and "constant capital", C) is employed per worker (reflecting living labour, L, and "variable capital", V) – the production process gets always more mechanised. The replacement of workers by machines gives rise to an "industrial reserve army of the unemployed". This reserve army holds the demands of workers in check and is a main reason why the workday is longer than would be necessary to reproduce the worker's capacity to work and raise a family. Only for this reason is there surplus value and profit. But technological progress of the type under consideration means that relatively less and less surplus value is created as variable capital and thus "living" labour is increasingly replaced by constant capital and thus "dead" labour. Since the organic composition – the ratio of dead to living labour, C/L – is the inverse of the maximum rate of profits, $R = L/C$, which obtains in the hypothetical case in which variable capital vanishes, a rising organic composition means a falling *maximum* rate of profits. However, a falling maximum rate of profits, Marx was convinced, increasingly narrows the leeway for the actual rate of profits, until it finally forces this to fall as well.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Marx's argument suffers from a number of deficiencies.[10] First, the actual rate of profits would tend to vanish, if and only if the maximum rate tended towards zero, which would presuppose an organic composition of capital rising without upper limit. While there have been periods in which the organic composition increased in advancing countries, and Marx's period was one of them, there were also periods in which it fell.[11] There is at any rate no presumption whatsoever that an upward trend would continue forever, and even if it did, but was bounded from above and approached the boundary asymptotically, the maximum rate of profits (and in its wake) the actual rate would not tend towards zero but towards the positive lower boundary. In other words, there is no presumption that the form of technological change Marx postulated would prevail throughout capitalist history. Interestingly, Marx himself discussed various other forms of technological change (including, for example, a form that became known as "Harrod-neutral") and observed that many of them did not imply a falling tendency of the rate of profits. And he pointed out that a rising organic composition would provide a strong incentive to develop and employ methods of production that made economy first and foremost in the use of constant capital. This would decelerate the rise of the organic composition or even reverse its movement.

There are also the following analytical deficiencies. Even if the organic composition happened to increase all the time, it was far from clear that this would make the rate of profits fall. According to Marx's labour value-based reasoning the rate of profits ρ equals the ratio of the total amount of "surplus value" created in the economy (S) and the total amount of capital, variable (V) and constant (C), employed,

$$\rho = \frac{S}{C+V} = \frac{S/V}{C/V+1} = \frac{\sigma}{\kappa+1}\,.$$

$\sigma = S/V$ is the rate of surplus value, $\kappa = C/V$ the organic composition of capital (relating the two types of capital to one another). The surplus value is created by living labour (L) and thus depends on the employment of variable

[10] To Marx's credit it ought to be added that his respective work was in *statu nascendi* and actually was never finished by him. Marx was aware of some of the defects of his argument, but was unable to overcome them, which explains why he did not manage to publish volumes II and III of *Capital*. After his death, Friedrich Engels put together editions of them using some of Marx's manuscripts. For a complete edition of his manuscripts that are pertinent to the task under consideration, see the MEGA^2 project.

[11] *Piketty* (2014) expects an increase in the capital coefficient of advanced economies, which in principle may be compared to Marx's C/L, from a value of ca. 3,5 at present up to about 7 in the future. However, his definition lumps together all kinds of wealth as capital; its analytical content is therefore difficult to decide.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

capital.[12] The labour embodied in constant capital is transferred in the course of its use and gradual wear and tear to the commodities produced. A rising organic composition implies an increase in *C/V*, which in turn is accompanied by an increase in labour productivity. Marx in fact insisted that in capitalism labour productivity grows "as in a greenhouse" (MEGA^2 II/5: 505) and increases "geometrically". Few contemporary writers have expressed such admiration for the productivity-enhancing capabilities of capitalism. But if labour productivity rises without limit, the quantity of labour needed in the production of the various commodities falls continually. This cheapens both the subsistence goods in support of workers, *V*, and the produced means of production employed, *C*. The first effect implies that, for a given real wage, variable capital will shrink, and, for a given working day, the amount of surplus labour created daily per worker will increase. The second effect means that as the elements of constant capital become cheaper, its value increases more slowly than its "quantity", if at all. The numerator in the expression of the rate of profits, the rate of surplus value, σ, therefore increases, while it seems that nothing definite can be said about the denominator, which is an expression including as the only variable the organic composition, κ. At any rate, there can be no talk of Marx's definitive "proof" of the "law" of the falling rate of profits.

Today we know, thanks to Piero Sraffa (1960) and Nobuo Okishio (1961), that in competitive conditions, in which producers are cost-minimising, and with a real wage rate that is given and constant, technological progress that affects directly or indirectly the production of basic products (i. e. products that are needed directly or indirectly in the production of all products) increases the general rate of profits, whereas if non-basics are affected will leave the rate constant. It is interesting to note that Ricardo had basically anticipated this result.

Marx apparently became somewhat aware of the fact that his argument was not conclusive. For some time he tried hard to overcome its deficiencies. He buried himself in mathematics and differential calculus in particular, in order to deal with economic dynamics. He delved into the natural sciences, reading works on geology, biology, physiology, physics and chemistry. Had Ricardo's explanation of a falling rate of profits in terms of diminishing returns in agriculture (putting on one side technological progress) really been wrong? And what about the implications of Marx's claim that the capitalists' concern with short-term profit maximisation would necessarily entail the desertification of land and nature more generally. Would this not render land, which Ricardo had assumed to be possessed of "indestructible powers", an

[12] The organic composition may also be defined as *C/L*, that is, the ratio of dead to living labour, as we did in the above.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

exhausting resource? And would this not be the dynamic equivalent of Ricardo's static reasoning? It should therefore not come as a surprise that Marx would study the works of Justus von Liebig, the German pioneer in agricultural and biological chemistry, and especially his theory of the exhaustion of the soil. He also studied again the writings of Ricardo and other economists. While he had once seen Britain as the paramount example of capitalism, reflecting in a representative way the "law of motion" of capitalism, his attention turned now increasingly towards the United States of America, for which the statistical material was better and which showed no long-term tendency of economic stagnation or decline. Capitalist economic development was cyclical, it evolved in leaps and bounds, but was the trend downward sloping? The MEGA^2 edition documents impressively Marx's scruples and self-criticism. Given the number of unresolved questions he faced, how could he possibly accomplish his huge task?

We now turn to marginalist alias neoclassical authors. For the purpose of this essay I define marginalism in terms of the following two features. As regards the determination of the size of output as a whole, marginalist authors typically assume Say's Law now meaning that in competitive conditions there is a tendency towards the full employment of labour and of all productive resources available in the economy. As regards the sharing out of the product amongst the different claimants, marginalist authors typically assume that the services of all factors of production are paid the value of their marginal contributions to the product. Say's Law (in the sense just defined) and Marginal Productivity Theory are Siamese twins.

IV. Marginalist authors on secular stagnation

1. William Stanley Jevons

In his *Principles of Political Economy*, *Jevons* (1871) launched a frontal attack at the classical economists, whose analyses he dubbed misleading, useless and wrong. Ricardo's system he called underdetermined, because it allegedly had more unknowns than equations to ascertain them. This criticism cannot be sustained, however, as our treatment of the subject in the above (see subsection III. 2.) shows. More interesting from our point of view is Jevons's earlier book, *The Coal Question* (1865), on which we focus briefly our attention.

While in Malthus diminishing returns on land, a resource that is in principle renewable, insufficient technical progress and a growing population account for a dismal state of the world, Jevons identifies the limited availability of an exhaustible resource, coal, as the main reason for a tendency towards

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stagnation in Great Britain. In the age of corn, iron and the steam engine, coal has become the most important resource propelling the Industrial Revolution. While in Smith the argument revolved around corn as the commodity that had an elevated role to play, in Jevons it was coal: "Coal in truth stands not beside but entirely above all other commodities. It is the material energy of the country – the universal aid – the factor in everything we do" (*Jevons* 1865: 2). Coal was the stuff from which Great Britain's wealth and prosperity and its leading role in world markets derived, because it was well endowed with this resource.

The unique status of coal in the then modern world reflected the "myriad qualities" and "miraculous powers" coal embodied, which man had to discover and use. This provided a huge field for technological advances, but was at the same time the source of great danger. Technical improvements like Watt's steam engine allowed one to increase the efficiency of the use of coal a great deal, but the additional possibilities to employ coal led to an increase in the amount of coal used up vis-à-vis shrinking reservoirs. "It is wholly a confusion of ideas", Jevons insisted, "to suppose that the economical use of fuel is equivalent to diminished consumption. The very contrary is the truth." This dictum has become known as *Jevons's paradox* in the literature. In fact, the consumption of coal in England has increased for a long time following an exponential path. This cannot go on forever. The British economy is in danger of exhausting the resource that fuelled its rise. In the long run the British economy is doomed to stagnation and even decline. In Jevons's book John Stuart Mill's optimism has vanished. The "niggardliness of nature" once again enters the stage and casts a long shadow.

Next we turn briefly to the founder of marginalist general equilibrium theory, Léon Walras, and his *Elements of Pure Economics* ([1874] 1954).

2. Léon Walras

Walras, too, conceives of his analysis as an alternative to the classical, especially Ricardian doctrine (see *Kurz* and *Salvadori* 2002). And just like Jevons (and later Schumpeter) he accuses Ricardo of having put forward a system that is underdetermined. All these authors assess the doctrine of Ricardo in terms of their own version of the marginalist doctrine, which, however, is fundamentally different as can be seen by comparing the data or givens from which they start, respectively, when determining the general rate of profits and relative prices. Ricardo started his analysis from a given system of production defined in terms of (a) given levels of gross production of the various commodities, (b) given technical alternatives from which cost-minimising producers can choose, (c) given quantities of natural resources,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

especially lands of different fertilities, and (d) *given real wages*. Walras on the contrary started from (i) given preferences of consumers, (ii) given technical alternatives from which cost-minimising producers can choose, (iii) given endowments of the economy of resources of *all* kinds, *including heterogeneous capital goods*, and (iv) given property rights as regards these endowments. The main difference between the two approaches is this: Ricardo determined the rate of profits (and the rents of land, that is, all property incomes) in terms of the *surplus product* left after all means of production and means of subsistence in the support of workers have been subtracted from gross output levels; he thus treated the distributive variables *asymmetrically*, with wages taken as given. Walras, on the contrary, determined all distributive variables (the rate of profits, wages and rents) in terms of their relative *scarcities* and thus treated them *symmetrically*.

From the perspective of marginalist theory, Ricardo taking the wage rate as given in one part of his analysis, that is the theory of value and distribution, was bound to look strange, because from the marginalist perspective the wage rate was a variable that had to be determined endogenously. This Ricardo did in his theory of capital accumulation, population growth and technological progress, but not in his analysis of the properties of a *given* system of production. Taking the wage rate as given also did not mean that Ricardo assumed it to be constant forever, as people who interpreted him as an advocate of an "iron law of wages" implied. This interpretation is as stupid as an interpretation would be that would argue that Walras' assumption of given stocks of capital goods implies their eternal constancy. In another part of his theory, in his theory of "capitalisation", Walras allows of course the stocks to change.

This shows that the two approaches are fundamentally different. The question is which of the two is logically coherent and able to explain the competitive rate of return on capital and the system of prices supporting it in a consistent way. As Walras himself noted in the fourth edition of his *Elements*, starting from a given vector of capital goods is not (flukes apart) compatible with a uniform rate of return on these (see *Kurz* and *Salvadori* 1995: chap. 14).

Let us now have a brief look at Walras's theory of the long-run development of the economy. Ironically, it will turn out that what he has to offer is but a somewhat problematic version of Ricardo's purely hypothetical case of the "natural course of things". Walras in fact writes: "In a progressive economy, the price of labour (wages) remaining substantially unchanged, the price of land-services (rent) will rise appreciably and the rate of net income [rate of profits] will fall appreciably." ([1874] 1954: 390–91) And while in his critical disquisition on classical economics and especially Ricardo, he had strongly criticised their alleged premise of a real wage rate that is con-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stant in the long run, he now surprisingly entertains it himself. He justifies it in the following terms: "population … does increase, for such an increase is implicit in our definition of progress [sic]; and thus additional labour, naturally proportional [sic] to the additional future output is assured." ([1874] 1954: 386) Population grows *pari passu* with output! This proposition Ricardo would in all probability have rejected immediately, and for good reasons. Extensive and intensive diminishing returns are characterised by a more than proportional increase of labour input compared to output – contrary to Walras's contention, which he calls "natural".

Walras enters only briefly into a discussion of the role of technical progress. He argues that it changes the coefficients of production in the various industries of the economy and gives rise to the possibility that in a progressing economy output can grow without limit (Walras [1874] 1954: 387), a result we already encountered in Mill. However, he does not provide a thorough analysis of different forms of technical progress and their implications, but repeats the view that in the long run the rate of profits will have to fall because of rising rents of land and falling prices of "capital services" (i. e. gross profits per unit of physical capital goods).

We may conclude by saying that Walras was an advocate of a theory of secular stagnation. Substantially, he does not get beyond Ricardo's case of the "natural course of things", notwithstanding his very different approach to the problems at hand. In fact he falls back behind Ricardo's analysis with its sophisticated distinction between different types of technical progress. What in Ricardo was only the counterfactual beginning of a theory of economic dynamics, in Walras constitutes already its culminating point.

3. Robert Solow

We now turn to Robert Solow's model of economic growth (1956). Since the model is well known, we may be very brief. The analytical structure of the model follows Walras's approach in terms of the givens (i)–(iv), mentioned in subsection IV. 2. above, in a highly stripped-down version. It is a macro model in which there are only two factors of production, labour and capital, while land and natural resources more generally are subsumed under capital. It is assumed that there is a macroeconomic production function, $Y=F(K, L)$, exhibiting positive but diminishing marginal productivities with regard to each factor. Preferences concern only the question of consumption versus saving and are expressed in terms of a given propensity to save, s, of a "representative agent".[13] It is assumed that the marginalist version of Say's

[13] While there is a lot of talk amongst marginalist economists about the alleged "microfoundations" of their models, assuming a macro production function and a

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Law holds throughout, meaning that all savings will be invested and there will be full employment of both factors all the time. Solow's "tight rope view of economic growth" presupposes that savings equal investments, $I = S$: there is no problem of coordination of decisions to save and decisions to invest, that is, there is no separate investment function. There is population growth, whose rate of growth, λ, is given from the outside, whereas in classical economics it was determined from within the economic system. Whatever this rate, all people will continually find employment. In the model with technical change, also the rate of this change, τ, is given from the outside and not explained endogenously.

What can this model contribute to explaining a tendency towards economic stagnation? Hardly anything. Since natural resources have been put on one side, the explanation cannot be in terms of their growing scarcity. Since the model does not allow for effective demand failures, the explanation cannot be in terms of a general glut of commodities etc. Since the system is taken to tend towards a *steady state* (because some technical conditions, known as the Inada conditions, which need not concern us here, are typically assumed to be met), whose rate of growth is determined by the exogenous data λ and τ, long-term growth is not explained, but postulated. Because of this, Solow's growth model is in fact no growth model at all. Secular stagnation cannot be "explained" other than in terms of falling values of λ and/or τ. But assuming such a fall is purely ad hoc.

Outside the steady-state, in which in the simple case of no technical progress, Y, K, I, S, C all grow at the same rate of growth, which equals the given rate of growth of the work force, λ, the actual rate of growth will typically adjust over time to this rate.[14] If initially the system happens to exhibit a capital-labour ratio, $k = K/L$, that is smaller than the steady-state value of k, k^*, the growth rate of the capital stock and therefore the growth rate of the social product will be larger than the growth rate of the work force. However, the closer the capital-labour ratio gets to its steady-state value, the smaller will be the positive deviation of the actual rate of growth from λ. Hence the rate of output growth will gradually fall. This looks like a tendency towards stagnation using our definition in Section 2, but it isn't. Conversely, if the system happens to start from a value of k above its steady-state value the actual rate of growth of output will increase from a level below λ to λ.

---

representative agent is the opposite of such foundations. To call the macroeconomic production function "aggregate" is a misnomer, because it cannot be shown that such a function results from a process of consistent aggregation of production units at the micro level.

[14] The reader is asked to extend the argument to the case with technical change.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

4. "New" growth theory

Models of "new" growth theory differ from Solow's model essentially in two respects: they seek to explain technical progress or rather the increase in labour productivity endogenously and they seek to provide a "microfoundation" of it. The focus of attention is on the factors explaining the growth of income per capita. Population is typically assumed to be given and constant, reflecting a stylised fact of modern economies. Since λ no longer plays a role, the emphasis is on τ. Otherwise these models often, but not always, retain Solow's assumption of a given macroeconomic production function and a representative agent.

Romer (1986) postulates a sort of production function that transforms economic resources (given in consumption unit equivalents) in new economic knowledge. This function is supposed to mimic what is going on in *R&D* departments of firms. This new knowledge is added to the firm-specific knowledge and increases the firm's productivity in a direct way. There is the following trade-off: the more resources the firm ploughs into its *R&D* activity, the larger will be its future productivity, but the smaller will be its actual output and profit. Romer does not distinguish between invention and innovation, but assumes that each and every addition to knowledge can be profitably used; he thus jumps the problem of the choice of new techniques. Knowledge, he assumes, can be measured cardinally along a single scale and does not depreciate. New knowledge therefore is not the enemy of old knowledge, but is added to the latter. There is no "creative destruction", as Schumpeter had forcefully argued. The efficiency of the process of transformation of resources into new knowledge is assumed to be given and constant.

According to Romer, knowledge is a quasi-public good. It is non-rival in consumption and other firms cannot permanently be excluded from its use. This Romer translates into the assumption that with regard to the production of the only consumption good in the system by a firm not only the firm-specific knowledge matters, but also the cumulated knowledge of the economy as a whole. Firms that do not innovate themselves therefore are seen to benefit somewhat from the innovations undertaken by other firms. This is an externality to them and reflects a spillover-effect. (This need not be enough to keep them permanently in business, but they may survive for some time.)

While Romer is concerned with economic growth and thus the long run, he surprisingly assumes that the number of firms does not change as time goes by: there are neither entries to nor exits from to the population of firms, a premise Alfred Marshall and Schumpeter would have received with astonishment. In fact he assumes that all N firms that remain in business are all

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

equal to one another in each and every respect.[15] In this case the rate of growth of output depends on the following three factors: (1) the productivity of the *R&D* sector, (2) the magnitude of the spillover effect and (3) the productivity of the producing sector which depends on firm-specific knowledge and knowledge in the system as a whole. Depending on the choice of parameters of the model one gets a rate of growth of the social product that over time increases, decreases or remains constant. By means of a judicious choice of the values of parameters, Romer manages to get a constant steady-state rate of growth.

A similar overall picture emerges with regard to Lucas's model of the role of human capital in the process of economic growth (*Lucas* 1988). In it people that are investing in their own human capital play a similar role as firms that are innovating in Romer's model. They generate positive externalities that increase somewhat also the human capital of those that do not invest in it and thus increase the productivity of the system as a whole. And similar to Romer's model, a tendency towards stagnation can only be explained by invoking a *deus ex machina*, that is, for example, a decrease in the efficiency of the education system or of the transfer mechanism propagating the externality.

Below, in Section VI, we will encounter explanations of a tendency towards stagnation, many with a neoclassical flavour, that refer to endogenous structural changes of various sorts.

Next we turn to explanations that trace a tendency towards economic stagnation back to growing effective demand problems mature economies face and the interplay between the public and the private sector of the economy. The approaches under consideration reject Say's Law (in whichever version) and are closely related to the works of John Maynard Keynes and Michal Kalecki.

V. Effective demand and secular stagnation

1. John Maynard Keynes

According to *Schumpeter* (1954: 1172), "Keynes must be credited or debited, as the case may be, with the fatherhood of modern stagnationism." The stagnation thesis is already present in *The Economic Consequences of the*

[15] If all firms are alike, they are possessed of the same amount of firm-specific knowledge, k_i (i = 1, 2, …, N). Romer nevertheless postulates that the total amount of knowledge in the system as a whole equals $k = \sum_i k_i$, which amounts to multiple counting.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Peace (1919) in Keynes' distinction between the "Old World" and the "New World" (Keynes, *CW* II, esp. chap. 2), where the former is characterised by a high propensity to save and ample opportunities of profitable investments, the latter only by high savings. But only in *The General Theory* Keynes is said to emerge as a theorist of "secular stagnation" (*Schumpeter* 1946: 501).

In the *Economic Consequences of the Peace* we read about the time before World War I: "What an extraordinary episode in the economic progress of man that age was which came to an end in August, 1914!" (Keynes *CW* II: 6; Keynes 1919: 9) And in the *General Theory* it is stated: "During the nineteenth century, the growth of population and of invention, the opening-up of new lands, the state of confidence and the frequency of war … seem to have been sufficient, taken in conjunction with the propensity to consume, to establish a schedule of the marginal efficiency of capital which allowed a reasonably satisfactory average level of employment" (Keynes *CW* VII: 307) and a relatively high rate of growth of the social product.[16] After this phase the situation would change dramatically: „Here, then, we have the origin of the *modern* stagnation thesis." (*Schumpeter* 1946: 501)

Keynes' historical diagnosis was wrong. High growth and employment did not once and forever disappear after 1914, on the contrary. The second half of the twentieth century shows cases of rapid economic growth never experienced before in history. Things are different with regard to the more recent developments in advanced economies like Japan, the US and Europe. There is a striking parallel between Keynes' position then and Robert J. Gordon's now. Gordon (2012, 2016) points towards a number of "headwinds" that will in all probability dampen economic growth in the US: a reduction of the rate of inventions and technical progress, a reduction of the rate of population growth, the growing scarcity of natural resources and the increasing inequality of the distribution of income and wealth (see also *Phelps* 2016 and *Kurz* 2016c).

In *The General Theory* Keynes returns to the stagnation thesis and seeks to put it onto firmer theoretical foundations.[17] Rejecting the marginalist version of Say's Law, Keynes insists that effective aggregate demand plays a role both in the short and in the long run and might prevent full employment

[16] Keynes was much too optimistic as regards the alleged lower frequency of wars. World War II was just around the corner and, ironically, for reasons *Keynes* (1919) had analysed with great clarity, emphasizing the disastrous implications of the Treaty of Versailles. His description would have applied much better to the situation after World War II, which was largely shaped by the process of European integration and its peace-preserving efforts.

[17] Pierangelo Garegnani (1978) qualified Keynes's analysis aptly as an "unstable compromise" between novel (non-marginalist) and received (marginalist) ideas.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

of labour and full capacity output.[18] In the short run effective demand does this via determining the degree of utilization of productive capacity, in the long run via the more or less rapid growth of productive capacity. Total investment plays the key role in this, with savings adjusting largely passively to investment via the multiplier process. While periods with close to full employment of labour and full utilization of the capital stock are not impossible, they are rare and short-lived. In general the economic system is characterised by smaller or larger margins of unemployment und underutilization of productive capacity and an unequal distribution of the fruits of social labour and industry:

> The outstanding faults of the economic society in which we live are its failure to provide for full employment and its arbitrary and inequitable distribution of wealth and incomes. (*CW* VII: 372).

What are the reasons for a tendency towards stagnation? In the course of economic development, Keynes surmises, the problem of effective demand failures tends to get aggravated. He provides essentially three reasons in support of this view. First, the overall *propensity to save* is taken to increase because of a "fundamental psychological law", according to which out of higher incomes larger proportions will be saved, a trend strengthened by the increasing inequality of incomes. Whoever saves does not spend and demand goods, which implies that with the growth of the wealth of a nation the problem of a lack of effective demand becomes ever more serious. In a closed economy without government activities, only private investment can compensate the leakage of effective demand caused by savings. But is there reason to presume that investment will close the growing gap? Both with regard to the *propensity to invest* and the *costs of investment* Keynes arrives at negative conclusions. With regard to the former he argues in an entirely marginalist manner that a growing capital stock is accompanied by a falling relative scarcity of capital, which leads to a falling marginal efficiency of capital. This entails a falling propensity to invest. However, in view of a rising propensity to save a propensity to invest that rises *pari passu* with the former would be needed. But this cannot be expected to happen. The only way out of the cul-de-sac would be a sustained improvement in the conditions of financing investment, that is, a downward tendency of the money rate of interest. Such a tendency could counteract the falling relative scarcity of capital. But can one count upon it?

According to Keynes, investment depends on long-run profitability expectations which in his view are worsening and the money rate of interest. Will the latter fall sufficiently in order to compensate for a diminishing propensity

[18] The German business cycle economist Arthur Spiethoff, for instance, advocated a similar view; see *Kurz* (2015b: 157).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

to invest and entail a volume of investment that equals full employment savings? Keynes is very sceptical, because he is convinced that the "love of money" – the liquidity preference of the wealth owners – will prevent the rate of interest from falling. This is his third reason that speaks in favour of economic stagnation. The liquidity trap turns out to be the ultimate stagnation trap, in which advanced capitalist economies will fall and from which they cannot escape by their own devices, as, for example, the famous Baron Munchausen, who was able to pull himself out of the quagmire by his own bootstraps. Keynes sees only two possibilities to end economic paralysis. One consists in thorough institutional changes and especially in the "socialization of investment", the other one in the destruction of large parts of the capital stock in wars and other catastrophes. Thereafter the game can start anew from a lower level of development, but in the very long run the system will tend again towards a state of economic stagnation.

As is well known, Keynes was a friend and promoter of the arts and like John Stuart Mill before him was convinced that in rich societies economic stagnation need not per se be something that is bad and has to be fought. As he wrote in his essay of 1930 "Economic possibilities for our grandchildren" (Keynes *CW* IX: 321–332), it allows via deep-reaching institutional and social reforms a change of the lifestyle – away from the amassment of material riches and abstract wealth in terms of money and towards an intellectually and culturally more satisfactory life. But as long as this fundamental change has not taken place, economic stagnation may endanger the stability of economy and society and undermine the legitimacy of the capitalist mode of production, which Keynes himself did not question.

Here is not the place to enter into a critical discussion of Keynes' theory of investment demand and liquidity preference, put forward by Sraffa in his hitherto unpublished comments on *The General Theory* (see *Kurz* 2015a). It suffices to mention that Sraffa also rejected Say's Law and therefore was convinced that effective demand had a role to play in determining employment at a given moment of time and over time. But he was convinced that Keynes' explanation of a downward rigidity of the money rate of interest could not be sustained.[19] The current development shows that the money and even the real rate of interest may become negative, contrary to Keynes' claim, without removing the problem of a lack of effective demand to employ all productive resources. In such a situation monetary policy has exhausted its powers and expansive fiscal policy is needed in order to overcome

[19] In trying to establish his respective view, Keynes had recourse to the concept of own or commodity rates of interest Sraffa had used in his criticism of Hayek (*Sraffa* 1932). However, Sraffa was not happy with Keynes' reasoning and accused him of a misleading utilization of the concept and logical blunders.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

economic stagnation. A policy of easy money is even dangerous in the medium run, because it paves the way to financial bubbles and the destabilisation of the economy. Without an expansive fiscal policy the economy is condemned to oscillate between the Scylla of economic stagnation and the Charybdis of collapsing financial markets. We come back to this issue below.

2. Alvin Hansen

Hansen was an American economist with institutionalist leanings, who converted to Keynesianism and introduced the concept of "secular stagnation". By this he meant "sick recoveries [from depressions] which die in their infancy" (*Hansen* 1939: 4). The Keynesian core of Hansen's concept is a level of planned investment that persistently falls short full employment savings. This, he surmised, is a characteristic feature of "mature" or "high savings economies", in which the growth of savings outpaces that of investment opportunities.

Investment opportunities are taken to depend essentially on three factors: (i) the availability of additional natural resources, especially land, (ii) the growth of population, and (iii) technical progress. However, according to Hansen there is reason to be sceptical with regard to each of these factors, at least for economies like the one of the United States. Hansen pointed out that the "American frontier" has been largely closed and formerly idle land was now used for settlements, was cultivated or employed in other ways. Formerly a country with a high rate of immigration, the population of the United States was no longer growing significantly. Hansen also pointed out that the slowing down of population growth implied an increase in the average age of the American people. This entailed a change in the composition of consumer demand and the need of public services and larger savings to build up a capital stock to live on at old age. These factors can be expected to lead to a "period of investment stagnation".

The idea that a smaller money rate of interest could compensate the waning of the three factors mentioned, Hansen rejected and stressed in accordance with Keynes that the rate of interest had wrongly been attributed an importance in determining investment that it did not deserve. Long-term expectations were gloomy and could not possibly be counteracted effectively by better conditions of financing investment. While in the given situation monetary policy had exhausted its armory, fiscal policy and an increase of public investment financed by credit could offer an effective antidote and stimulate economic growth (Hansen 1941). Hansen was not a growth pessimist, but very much like Keynes he was convinced that in the given circumstances the public sector had to provide effective measures to fight "depres-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sions which feed on themselves" (Hansen 1939: 4). With a stabilized effective aggregate demand and high rates of employment, also technical progress and innovations can be expected to pick up again and dispel the spectre of stagnation.

3. Michal Kalecki

Inspired partly by the writings of Marx and Michail Tugan-Baranovsky, the Polish economist Michal Kalecki has elaborated prior to Keynes the view that capitalist economies are demand constrained; his analysis is not limited to the short run, as is Keynes'. And contrary to Keynes the argument does not have recourse to a falling profitability because of a diminishing marginal productivity capital, but points towards the endogenous self-transformation of the economic system that affects negatively economic dynamism and growth. Marx had argued that capitalism is characterised by a sustained concentration and centralisation of capital. Kalecki sees a trend towards oligopolies and monopolies. Similar to Keynes, he takes investment to be the active element of effective demand and consumption the passive one. Investments propel economic development, output as a whole, income, employment and profits at any moment of time and over time. In Kalecki's view the long run is but the result of a sequence of short runs. Contrary to Keynes, Kalecki does not only take into account the income (or effective demand) effect of investment, expressed by the multiplier, but also the capacity effect of investment.[20] Kalecki is very clear that, depending on the precise conditions under consideration, the capacity effect may prevent further investments from being undertaken. He writes: "The tragedy of investment is that it causes crises because it is useful. Doubtless many people will consider this theory paradoxical. But it is not the theory which is paradoxical, but its subject – the capitalist economy" (*Kalecki* 1936–1937: 94). With the benefit of hindsight and possessed of Evsey Domar's findings about full capacity utilization paths, we may interpret Kalecki as having in mind a situation, in which the capacity effect of a given volume of investment exceeds the effective demand effect. In this case the additional productive capacity will not be fully utilized, because of the discrepancy between the two effects. The experience of idle plant and equipment may prompt firms to cut back on their investments, which will aggravate rather than improve the situation. This reflects the instability mechanism Roy Harrod analysed and explains when and why a cumulative worsening of the situation is to be expected.

[20] There is a third effect of investment: investment is the vehicle by means of which new methods of production and new capital goods are channelled into the economy and thereby increase its productivity and efficiency.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kalecki is apparently convinced that the observed trend towards oligopolies and monopolies entails a deceleration of investment activities and therefore increases the systemic risk to which the economy is exposed. A persistently falling degree of capacity utilization will reduce the rate of capital accumulation and increase unemployment. This eventually calls upon the state to engage in an active employment policy. It is interesting to note that already at an early time Kalecki advocated the heretical view that in the new situation reducing taxes on profits and capital would not stimulate investment, but increasing them would. In a paper published in 1937 he insisted: "capital taxation is perhaps the best way to stimulate business and reduce unemployment" (*Kalecki* 1937: 450). He was, however, aware that if the policy works, resistance coming from businessmen will build up against it. In his essay "Political aspects of full employment" he insisted that the business cycle is not just an economic, but also "a first class political issue" (*Kalecki* 1943: 324). This is so, because "the maintenance of full employment would cause social and political changes which would give a new impetus to the opposition of business leaders. Indeed, under a regime of permanent full employment, 'the sack' would cease to play its role as a disciplinary measure." Worse than diminishing profits is the erosion of "discipline in factories" and of "political stability". These are esteemed higher than high profits: "Their class instinct tells them that lasting full employment is unsound from their point of view and that unemployment is an integral part of the 'normal' capitalist system." (1943: 326)

His analysis of the circuit of income and money makes him put forward the famous proposition: "Workers spend what they get, capitalists get what they spend." The equality between investment and savings is brought about by an adjustment of the activity level of the economy and the sum total of profits and not via an adjustment of the money rate of interest. According to a famous formulation of *Kalecki* (1954: 49–50), investments "finance themselves". In order to increase employment, a reduction of wages, as advocated by orthodox economists, is the wrong measure. First, such a reduction can only be in terms of nominal wages without a clear impact on real wages. Secondly, lower wages lead to a reduction in consumption demand, which may exacerbate the problem of a lack of effective demand. Oligopolies and monopolies, Kalecki was convinced, reduce the propensity of firms to innovate and therefore to invest. In parallel, the growing savings of a class of rentiers stifle demand and therefore investment. The result is a tendency towards stagnation generated from within the socioeconomic system and the self-transformation it undergoes in the course of its maturation.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

4. Josef Steindl

The Austrian economist Josef Steindl elaborated on Kalecki's message in his book *Maturity and Stagnation in American Capitalism* (1952).[21] The trend towards larger and larger firms and the elimination of free competition by oligopolistic market structures is said to weaken the dynamism of capitalist accumulation, innovation and growth. In such structures, competition via prices and costs is stifled because firms fear ruinous price wars. Prices are relatively rigid and are often fixed in secret agreements amongst firms. Prices do not even change, or change only modestly, in times of insufficient effective demand. A reduction in sales and falling degrees of utilization of plant and equipment do not lead to falling prices, as one would expect, but affect negatively investment and innovation. Existing margins of underutilization of productive capacity are only partly due to a lack of effective demand – they also reflect the policy of firms to carry excess capacity in order to deter potential competitors from entering the market. This reduces the intensity of competition even further and increases the aversion to risk. A lack of absorption of private savings by firms that fear the risk of too high a degree of indebtedness increases the tendency towards stagnation still further. Economic growth in such conditions is in jeopardy.

Steindl's analysis of "late capitalism" was not confirmed by the development of advanced capitalist economies in the 1950s and 1960s. On the contrary, the period after World War II was a period of rapid economic growth. In the second edition of his book, published in 1976, Steindl called his analysis self-critically "anachronistic". He put forward the following reasons for his erroneous forecast. First, countries such as Germany and Japan that were seriously affected by the war were keen to rebuild swiftly their heavily destroyed infrastructure, cities and production sites. This led to a huge investment boom, which brought about high rates of economic growth during about three decades. The reconstruction phase of those economies was characterised by a high need of capital and highly profitable investment opportunities. Secondly, the tendency towards autarky during the war gave way to a return to world trade and a huge revival of the world economy. Third, the retrenchment of private consumption during the war was terminated and yielded a sustained increase in consumption demand. Fourth, in several countries a Keynesian stabilisation policy was carried out – the most important case being Franklin D. Roosevelt's "New Deal" in the United States – and had significant domestic and international expansive effects. All these

[21] Steindl actually called Kalecki his "guru". On Kaleckian and neo-Kaleckian approaches, see also *Hein* (2016).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

factors led to an extraordinary period of economic growth in several countries and not to economic stagnation, as Steindl had expected.

Yet once what Steindl called "exogenous" factors had exhausted their power, the factors of stagnation would make themselves felt again. In his essay "Stagnation theory and stagnation policy" of 1979, Steindl writes:

> In the course of the 1970s we have entered a new era, dominated by the conviction that in the future the long-term rate of growth is going to be much lower … – a belief which in the nature of things carries a great deal of self-fulfillment within it. In consequence, under-use of resources already exists on a large scale. Thus the climate has changed twice: from the pre-war depression to the post-war high growth period of the 1950s and 1960s, and from that back again to the period of stunted growth in the 1970s. (Steindl 1979: 1)

Five reasons are said to be responsible for a prolonged phase of stunted growth in mature capitalist economies (*Steindl* 1979: 11–12). First, in the course of time the difference between typically linear depreciation quotas and reinvestment needs is going to widen. This makes it possible to finance an extension of productive capacity more and more from the depreciation fund and not via bank credit. Hence the overall growth of investment will decline, which will be reflected in excess productive capacity. Vis-à-vis an increasing underutilization of the capital stock, firms will reduce the pace of investment even further, which will exacerbate the situation. Secondly, savings as a proportion of disposable income are rising in many countries. With a lower rate of growth of consumption demand, profit margins and profit rates will tend to fall in several sectors of the economy. Third, the swift economic growth in Europe after World War II reflected partly a technological catch-up process with the United States. When Europe had picked up sufficiently and came close to the American level, this factor lost in importance, which had a negative effect on investment activity. Fourth, environmental and energy problems have caused a change in policy and put substantially higher burdens on some industries, but not on others. This may in the medium run lead to serious attempts in the former to come to grips with the challenge in terms of higher innovation and investment activities, which can be expected to have important technological "spin-offs", but at the time when Steindl wrote his essay, these were not yet to be seen. Fifth, and perhaps most importantly, the political climate has changed markedly: full employment is no longer a main goal, larger margins of unemployment are considered acceptable, and the welfare state has come under attack. It is argued that unemployment is needed in order to reduce the growth of wages and thereby stimulate investment. (This neoliberal message Steindl considered to be utterly misleading.)

Steindl concluded: In case the five reasons given happen to be correct, "we must expect low growth for some time to come" (1979: 13). But how

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

will the economic system, he asked, manage the transition to a path of lower growth? The latter presupposes a substantial change in the distribution of income, including significantly lower profit margins. But such changes, he was convinced, were highly improbable because of the oligopolistic structure of many markets and firms' holding on to high profit margins in order to avoid ruinous price competition. In such a situation the adjustment process can only be effectuated via falling degrees of utilization of productive capacity. But such are unmistakable signs of stagnation.

Next we turn to some approaches that focus attention on structural changes of various kinds that have an impact on economic dynamism. While some abandon Say's Law, others retain some version of it. We begin with Joseph A. Schumpeter, who on the one hand was fond of Walras's general equilibrium theory, but on the other hand insisted that it contributed nothing to a better understanding of the restlessness of capitalism and the role innovations play in this. These innovations do have a thorough impact on the system and transform it from within, affecting not only the economy, but society, culture and politics in their totality.

VI. Structural change and economic dynamism

1. Joseph A. Schumpeter

It may be disputed that Schumpeter was a stagnationist. However, in his works, and especially in his book *Capitalism, Socialism and Democracy*, first published in 1942, there are clear indications that point in this direction. Moreover, he interprets a tendency towards stagnation in mature economies as the outcome of the co-evolution of the economy, society, culture and politics. Hence, like the other authors dealt with in this part, he, too, sees stagnation as the result of the self-transformation of the socioeconomic system. His respective analysis is even more multidisciplinary than the analyses of the other authors and combines insights from economics, sociology, political science, social psychology, the cultural sciences and history. A few remarks must suffice.

To his characterisation of Keynes as the founder of the modern theory of economic stagnation referred to in the above, Schumpeter added significantly: "While it is possible to feel unconvinced by Keynes's and Hansen's argument", the two may nevertheless be right as regards their claim "that capitalist evolution tends to peter out – i. e. to settle down into a condition that might be just as well described as 'stagnation'." However, the true reason for this, he went on, is the destruction of incentives to entrepreneurial activity: "the modern state may crush or paralyze [capitalism's] motive

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

forces" (1954: 1173, n. 8), especially by a high taxation of profits. The result of this is what in *Capitalism, Socialism and Democracy* Schumpeter had called "fettered capitalism". Fettered capitalism, he was convinced, is "the inevitable outcome of capitalist history", and does not reflect the law of motion of undiluted capitalism, which, he surmised, was still healthy and vigorous, but prevented from fully displaying its power and dynamism. The erosion of the incentive structure paralyzes the system. Schumpeter concluded: "evidently, it comes to the same thing, in a profit economy, whether the objective opportunities for gainful enterprise decrease [as Keynes and Hansen had argued] or the profit after having been made are taxed away" (1954: 1173, n. 8).

Schumpeter explained the endogenous change of the system in great detail in his 1942 book on socialism. It is not the economic failure that destroys capitalism, as Marx had argued with his law of the falling rate of profits, but rather its success that, in the end, is responsible for its demise and the rise of socialism. Like Marx he saw a tendency towards larger and larger firms, oligopolies and monopolies – "trustified capitalism" – to gradually replace competitive capitalism. Bureaucratization and scientific management replace heroic entrepreneurs, invention and innovation become routinized and automatized in *R&D* departments of big companies. This weakens the importance and political power of the bourgeoisie; the scales shift in favour of what Schumpeter called "laborism". The understanding of the working of capitalism and of its huge achievements is waning; intellectuals put the blame on capitalism for anything that goes wrong but do not credit it with what goes right. The fact that economic development comes of necessity in booms and busts is denied and more and more people fall victim to Keynes's fairy tale that a smooth and steady development is possible. The institutional scaffolding of capitalism begins to crumble – think, for example, of joint stock companies and the separation of property and control – and strata of society that previously supported capitalism now turn their back to it. Hedonism and utilitarianism destroy the bourgeois family. Precisely because of its astounding economic success capitalism gets culturally, socially and politically deeper and deeper into trouble. It overcomes not only the fetters that hinder its advance – it also destroys the buttresses that prevent its collapse. Capitalism is a socioeconomic system, which, like previous systems, is subject to an endogenous transformation and eventual replacement by another system.

Schumpeter, who was not a socialist, but a conservative liberal, does not say that socialism will come independently of the will and wish of people. But in order to prevent it from taking over, a proper understanding of the *modus operandi* of capitalism was indispensable and, based on it, a sound economic policy that supported its favourable sides and mitigated, to the

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

extent to which this was possible, its unfavourable ones. Schumpeter was a fierce and uncompromising critic of John Maynard Keynes and of the "New Deal" of the American president Franklin D. Roosevelt, because in his view they were responsible for fettered capitalism. Schumpeter apparently did not see that Keynes's recommendations and Roosevelt's policy more than anything else prevented the crisis-prone economic system that is capitalism from collapsing. As we have heard in the previous section, after World War II many European economies experienced a time of high growth and employment.

There is one aspect of Schumpeter's analysis we have to discuss before turning to the next theme, that is, his theory of long waves of economic development or Kondratieff (growth) cycles. He brought them into the picture in the second (German) edition of his *Theory of Economic Development*, published in 1926, and then in his *Business Cycles*, published in 1939. What some people are intent to interpret as clear signs of secular stagnation, Schumpeter and his followers interpret as the downturn phase of a Kondratieff: the previous wave of innovations is gradually exhausting its potential, with the next wave still in its infancy. In terms of a famous saying of Mister Micawber in Charles Dickens' novel *David Copperfield*: "Something will turn up." The economic historian Joel Mokyr (2017), for example, points out that the "something" referred to exists already today in terms of numerous inventions, which sooner or later will become innovations and propel economic dynamics. Progress in information and communication technology, cyber-physical systems, the Internet of things, Artificial Intelligence, nanotechnology, biotechnology, the use of rare earths and so on, and the new goods, new qualities of goods and new methods of production based on them can be counted upon to soon revolutionize the economy and society and overcome any tendency towards economic stagnation. This is the optimistic, technology-based view of Schumpeter, which has as its counterpart a pessimistic, cultural-political view discussed in the above.

2. William Baumol

As we have seen, Adam Smith already tried to explain a (possibly moderate) slowdown of economic growth by drawing attention to the change of an economy's *sectoral* composition in the course of its development, from a dominantly agrarian, to an agrarian-cum-industrial and eventually to a commercial society.[22] There exist several variants of this type of argument, one of which is Baumol's "cost disease" doctrine (see, for example *Baumol* and

[22] Had he anticipated the role of manufacturing as an engine of growth, he could have well come up with the idea that the rate of growth was bound to increase during

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bowen 1966, *Baumol* 2012). He focuses on the service sector and his argument, put briefly, is the following. Economic branches procuring services typically (but not indiscriminately) exhibit relatively low rates of growth of labour productivity. Baumol refers to hospitals, kindergartens, schools, theatres etc. At the same time wages (and salaries) in these branches grow more or less in step with wages in the economy as a whole. This however means that unit labour costs in these branches grow more than proportionally compared with other sectors of the economy. In capitalist conditions this would imply prices of these services to increase relative to the prices of other products. While, in principle, all economic activities can be organised in a capitalistic way, price increases of services due to low rates of technical progress may involve burdens for certain strata of society and entail social and political tensions, which because of issues of legitimacy compel the state to take over these activities and organize them in a non-capitalistic way. This means, however, that the public sector is forced to engage in activities that exhibit low productivity growth.[23] Finally, Baumol insists that there is no reason to presume that the demand for the publicly provided services grows less swiftly than the aggregate demand for other products.

The drama then unfolds. The state must finance branches of the economy in which the wages bill grows more swiftly than in the rest of the economy. This is only possible if those branches get subsidized via taxing profits and wages earned in the private sector or reducing other transfer payments and public investments. The latter option cannot continue forever. Therefore net profitability is bound to decrease, which in the long run will slow down investment and innovation activity. Structural change of the kind analysed by Baumol of necessity entails economic stagnation.

3. Larry Summers

In recent contributions Larry Summers (2013, 2014, 2015) rekindled the debate about secular stagnation.[24] He drew explicitly on Alvin Hansen's earlier argument. According to him the following factors decelerated investment activity: (i) the demographic change; (ii) the slowdown of technological change; (iii) the relative cheapening of the prices of capital goods; (iv) structural change in favour of less capital intensive sectors; (v) low levels of

certain phases of the development, as it is implicit, for example, in Ricardo's analysis.

[23] This puts the typical argument why the public sector is seen to be less efficient and productive than the private sector upside down: It is not the public organisation of such activities that accounts for low productivity, but such low productivity branches are dumped onto the state.

[24] See also the contributions in *Teulings* and *Baldwin* (2014).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

public investment; and (vi) effects of the huge financial crisis. These factors together with (vii) a growing inequality of personal income (and wealth) distribution are seen to be responsible for a widening gap between private savings and private investment. In the final instance, Summers insisted, his "new" stagnation thesis expresses the fact that the changes mentioned prevent the interest rate from gravitating towards what he calls the "Full-Employment Real Interest Rate". While in his earlier contributions he was still convinced that such an interest rate exists, more recently he expressed doubts that this is in fact the case. Factors (i), (vii) and the uncertainty triggered by (vi) have increased the propensity to save on a world scale, whilst especially factors (ii), (iii), (iv), (v) and (vi) have markedly decreased the propensity to invest. The result is a dramatic discrepancy between savings and investment, a "savings glut", which even a negative money rate of interest in real terms is unable to eliminate.

The idea that investments and savings are equilibrated via adjustments of the money rate of interest is entertained by "neo-Keynesians", whose view Summers shares or rather shared until recently.[25] Actually Keynes was strongly opposed to this view and argued instead that (in a closed economy without state) it is effectuated via adjustments of the activity level of the economy, that is, output as a whole and employment, whilst the money rate of interest equilibrates the demand for and supply of money. The attribute (neo-)"Keynesian" of the theory is therefore problematic: the equilibrating role of the money rate of interest with respect to investments and savings was rather postulated by marginalist authors, especially Knut Wicksell. But Summers apparently lost confidence in the theory he formerly advocated and in several papers, including one together with Olivier Blanchard, another major representative of the current of contemporary macroeconomics under consideration, wondered whether macroeconomics does need a "revolution" (*Blanchard* and *Summers* 2017). Apparently there are cracks in the mirror of the received doctrine.

4. Carl Christian von Weizsäcker

In his explanation of a secular stagnation in papers published since 2010, von Weizsäcker also argues that today the interest rate is no longer capable of equilibrating savings and investment, because fundamental changes have led to a new situation that requests a new answer; see most recently the book he co-authored with Hagen Krämer (2019). The received wisdom regarding the effectiveness of economic policy measures no longer holds true. A sav-

[25] It is worth mentioning that over time Summers radicalized his position; see *Summers* and *Stansbury* (2019).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ings glut in combination with an economic policy that starts from premises that have become obsolete is responsible for the economic slowdown. However, different from Summers his reasoning takes off from Eugen von Böhm-Bawerk's temporal theory of capital and interest. In a nutshell it may be put as follows. Structural factors have led to a situation in which the private supply of capital (savings) exceeds the private demand for capital (investment) at a non-negative monetary rate of interest and at less than full employment of labour.[26] The discrepancy, and in certain times the growing discrepancy, between the supply of and the demand for capital reflects the following forces. On the supply side, as life expectancy grows in many countries (OECD, China, India), people wish to save a growing portion of disposable income and accumulate wealth on which they can live at old age. This is the main reason invoked by von Weizsäcker. On the demand side, he puts forward arguments similar to those listed by Summers. The wish to build up a capital stock (wealth) is taken to be so large that no reduction of the interest rate can frustrate this wish sufficiently and bring private savings S in line with private investment I.

This is the gist of the explanation. Couching an argument that is elaborated using stock variables in terms of flow variables, the equality between aggregate demand and aggregate supply implies for the economy as a whole

$$(S - I) + (T - G) + (Ex - Im) = 0,$$

where T designates taxes, G public expenditures, Ex exports and Im imports. If trade is roughly balanced ($Ex \approx Im$), it follows immediately that

$$S > I \Leftrightarrow G > T$$

That is to say, any discrepancy between private savings and private investments will (have to) be offset by a corresponding discrepancy between public expenditures and taxes – a *public deficit*. To try to fight a fact that follows from the macroeconomic balances mechanism, as is the case in many countries of the European Union and elsewhere, amounts to following a will-o'-the-wisp that will aggravate rather than relieve the situation. Von Weizsäcker and Krämer insist that public deficits, and therefore a growing public debt, are unavoidable as long as $S > I$. A growing public debt is not necessarily a bad thing, as is contended by many economists, but, on the contrary, an ef-

[26] The term "capital" refers to money capital here. An excess supply of it does not imply, of course, an excers supply of real capital or a "saturation" of the economy with it. With technical progress, the capital stock in existence is made up of differently efficient capital goods and does not represent only the most efficient vintages. Hence there cannot be capital saturation in this sence.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

fective measure to cope with the savings glut. Especially public investment in the country's infrastructure would be welcome, because it is complementary to private investment and can be expected to stimulate an increase of the latter. The widespread fear that public investment will crowd out private investment presupposes an economy in which all productive resources are fully employed. In conditions of economic stagnation this condition is typically not met.

The argument would, of course, have to be modified in case the above assumption $Ex \approx Im$ does not apply, as, for example, is the case with regard to the People's Republic of China and Germany, which run significant trade surpluses, whereas countries like Italy run deficits. The argument applies to the world economy, where by definition the sum total of trade deficits and of surpluses of countries just balance, and to subgroups of countries such as those of the OECD and China together, where this broadly applies, as von Weizsäcker and Krämer argue.

The problem $S > I$ may, of course, also be tackled by measures that curb S and propel I. If the main reason given for a savings glut is a growing life expectancy and the endeavour of people to accumulate wealth on which they intend to live at old age, then this applies basically only to the not so well off. One of the roots of the savings glut is the growing inequality of personal income distribution. A major source of it are the tax and other policies in recent decades in several countries, as has been shown by Tony Atkinson, Thomas Piketty and others. Substantial reductions of marginal tax rates, large tax exemptions and income allowances, the reduction or even abolishment of taxes on capital, wealth and inheritance, rising subsidies to firms and so on are to a great extent responsible for the rising income inequality. Repealing these policies and working in favour of a more equal distribution of income could reduce the savings glut and strengthen aggregate effective demand.

VII. Concluding remarks

In this paper we have revisited arguments put forward to explain a slowing down of economic development and growth. We started with the writings of major British classical economists. Their explanations as well as that of Marx saw any secular stagnation as being caused *endogenously*, from within the economic system, and not by exogenous factors, and revolved around the question, whether or not the general rate of profits showed a tendency to fall. We went on to marginalist authors, who typically saw *exogenous* factors, such as a deceleration of technical progress or of population growth, to be responsible for economic stagnation. While the first two groups of authors with the exception of Malthus and Marx accepted Say's Law in one form or

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

another, the following group consisting essentially of Keynes and Kalecki and their followers, abandoned that "law" and insisted on the principle of effective demand, according to which aggregate effective demand plays a role for economic dynamism. Structural changes transforming the economy were seen to be responsible for a slowing down of growth. Also the subsequent group of authors, which includes the most recent contributions to the theme under consideration, refer to structural changes of various kinds that lead to a slowdown of growth. It turns out that several factors invoked by earlier authors recur in modified form in later ones. What changes in the course of time is the combination of the forces contemplated, how their interplay is viewed and how they are empirically verified. Repeatedly we encounter old ideas in new garb or old ideas placed in a new setting and combined with new ideas. Some ideas once born apparently cannot die, but recur time and again. We continually meet, to use Alfred Marshall's famous phrase, old friends in new dresses.

References

Baumol, W. (2012): The Cost Disease. Why Computers Get Cheaper and Health Care Doesn't. New Haven: Yale University Press.

Baumol, W./*Bowen*, W. (1966): Performing Arts, The Economic Dilemma: A Study of Problems Common to Theater, Opera, Music, and Dance. New York: Twentieth Century Fund.

Blanchard, O./*Summers*, L. H. (2017): Rethinking stabilization policy: evolution or revolution? NBER Working Paper, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.

Blaug, M. (2009): The trade-off between rigor and relevance: Sraffian economics as a case in point. History of Political Economy, 41(2): 219–47.

Garegnani, P. (1978): Notes on consumption, investment and effective demand: I. Cambridge Journal of Economics, 2(4): 335–353.

Gordon, R. J. (2012): Is U.S. economic growth over? Faltering innovation and the six headwinds, NBER Working Paper 18315, August.

Gordon, R. J. (2016): The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War. Princeton: Princeton University Press.

Hansen, A. (1939): Economic progress and declining population. American Economic Review, 29: 1–15.

Hansen, A. (1941): Fiscal Policy and Business Cycles. London: Allen and Unwin.

Hein, E. (2016): Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers. PSL Quarterly Review, 69: 3–47.

Hume, D. ([1742] 1987): Essays. Moral, Political, and Literary. Edited by E. F. Miller, Indiana: Liberty Fund.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Jevons, W. S. (1865): The Coal Question. Reprint of the third revised edition 1965. New York: Augustus M. Kelley.

Jevons, W. S. (1871): Principles of Political Economy. London: Macmillan. Reprint New York: Kelley.

Jones, C. I. (2002): Sources of U.S. economic growth in a world of ideas. American Economic Review, 92: 220–239.

Kalecki, M. (1936–37): A theory of the business cycle. Review of Economic Studies, 4(2): 77–97.

Kalecki, M. (1937): A theory of commodity, income, and capital taxation. Economic Journal, 47(3): 444–450.

Kalecki, M. (1943): Political aspects of full employment. Political Quarterly, 14(4): 322–31.

Kalecki, M. (1954): Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-run Changes in Capitalist Economy. London: Allen & Unwin.

Keynes, J. M. (1919): The Economic Consequences of the Peace. Reprinted in The Collected Writings of John Maynard Keynes, edited by D. Moggridge, Vol. II, London and Basingstoke: Macmillan. Referred to as CW II.

Keynes, J. M. (1930): Economic possibilities for our grandchildren. Nation and Athenaeum, 11 and 18 Oktober 1930. Reprinted in The Collected Writings of John Maynard Keynes, edited by D. Moggridge, Vol. IX, Essays in Persuasion, London and Basingstoke: Macmillan, pp. 321–332. Referred to as CW IX.

Keynes, J. M. (1936): The General Theory of Employment, Interest and Money. Reprinted in The Collected Writings of John Maynard Keynes, edited by D. Moggridge, Vol. VII, London and Basingstoke: Macmillan. Referred to as CW VII.

Keynes, J. M. (1937): Thomas Robert Malthus. Reprinted in The Collected Writings of John Maynard Keynes, edited by D. Moggridge, Vol. X, London and Basingstoke: Macmillan, pp. 71–108.

Kurz, H. D. (2010): Technical progress, capital accumulation and income distribution in Classical economics: Adam Smith, David Ricardo and Karl Marx. European Journal of the History of Economic Thought, 17(5): 1183–1222.

Kurz, H. D. (2015): David Ricardo on the art of "elucidating economic principles" in the face of a "labyrinth of difficulties". European Journal of the History of Economic Thought, 22(5): 818–851.

Kurz, H. D. (2016a): Adam Smith on markets, competition and violations of natural liberty. Cambridge Journal of Economics, 40(2): 615–638.

Kurz, H. D. (2016b): Economic Thought: A Brief History. New York: Columbia University Press.

Kurz, H. D. (2016c): Which economics? Which economies? A comment on "What is wrong with the West's economies" by Edmund Phelps. Homo Oeconomicus, 33(3): 297–310.

Kurz, H. D. (2018): Das Gespenst säkularer Stagnation. Ein theoriegeschichtlicher Rückblick. Marburg: Metropolis.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Lucas, R. (1988): On the mechanics of economic development. Journal of Monetary Economics, 22: 3–42.

Malthus, T. R. ([1798] 1986): An Essay on the Principle of Population. London: J. Johnson. Reprint of the first edition in E. A. Wrigley und D. Souden (eds.), The Works and Correspondence of Thomas Robert Malthus, The Pickering Masters, Vol. 1, London: Pickering.

Malthus, T. R. ([1820] 1989): Principles of Political Economy. Variorum Edition, edited by J. Pullen, two vols, Cambridge: Cambridge University Press.

MEGA^2 Edition. Marx-Engels-Gesamtausgabe. Edited by the International Marx-Engels-Foundation (IMES), numerous vols, several years. Berlin: Walter de Gruyter.

Mill, J. S. ([1848] 1965): Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy. First edition 1848. Edited by J. M. Robson. Toronto: University of Toronto Press.

Mokyr, J. (2017): A Culture of Growth. The Origins of the Modern Economy. In The Graz Schumpeter Lectures. Princeton: Princeton University Press.

Needham, J. (1969): Within the Four Seas: The Dialogue of East and West. London: Allen and Unwin.

Okishio, N. (1961): Technical change and the rate of profit. Kobe University Economic Review, 7: 85–99.

Phelps, E. (2016): What is wrong with the West's economies? Homo Oeconomicus, 33(1): 3–10.

Piketty, T. (2014): Capital in the Twenty-First Century. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Ricardo, D. (1951–1973): The Works and Correspondence of David Ricardo. 11 vols, edited by P. Sraffa with the collaboration of M. H. Dobb. Cambridge: Cambridge University Press. Referred to as Works, volume number, page number.

Romer, P. (1986): Increasing returns and long-run growth. Journal of Political Economy, 94(5): 1002–1037.

Schumpeter, J. A. (1934): The Theory of Economic Development. Translation of the second edition of Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung (1926), Cambridge, MA: Harvard University Press.

Schumpeter, J. A. (1936): J. M. Keynes: General Theory of Employment, Interest and Money, review article. Journal of the American Statistical Association, 31: 791–795.

Schumpeter, J. A. (1939): Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. Two vols, New York: McGraw-Hill.

Schumpeter, J. A. (1946): John Maynard Keynes 1883–1946, American Economic Review, 36(4): 495–518.

Schumpeter, J. A. (1954): History of Economic Analysis. New York: Oxford University Press.

Schumpeter, J. A. ([1942] 2008): Capitalism, Socialism and Democracy, with an introduction by Thomas K. McCraw. 3rd edn 1950. New York: Harper Perennial Modern Thought.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Smith, A. ([1776] 1976): An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Two vols, edited by R. H. Campbell and A. S. Skinner. In The Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith. Oxford: Oxford University Press.

Solow, R. M. (1956): A contribution to the theory of economic growth. Quarterly Journal of Economics, 70: 65–94.

Solow, R. M. (2010): Stories about economics and technology. The European Journal of the History of Economic Thought, 17 (5): 1113–26.

Sraffa, P. (1932): Dr. Hayek on money and capital. Economic Journal, 42: 42–53.

Sraffa, P. (1960): Production of Commodities by Means of Commodities. Cambridge: Cambridge University Press.

Steindl, J. (1952): Maturity and Stagnation in American Capitalism. Oxford: Basil Blackwell. Second revised edition 1976, Monthly Review Press.

Steindl, J. (1979): Stagnation theory and stagnation policy. Cambridge Journal of Economics, 3(1): 1–14.

Summers, L. (2013): Speech at IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fisher, 8 November, 2013. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Summers, L. (2014): US economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. Business Economics, 49: 65–73.

Summers, L. (2015): Demand side secular stagnation. American Economic Review. Papers and Proceedings, 105(5): 60–65.

Summers, L./*Stansbury*, A. (2019): Whither central banking? Project Syndicate, 28/29/2019, four pages.

Teulings, C./*Baldwin*, R. (eds) (2014): Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. London: CEPR.

Walras, L. ([1874] 1954]): Elements of Pure Economics. First ed. 1874. Translated by W. Jaffé. Fairfield, NJ: Augustus M. Kelley.

Weizsäcker, C. Ch. von/*Krämer*, H. (2019): Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die Große Divergenz. Wiesbaden: Springer Gabler.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die ‚neue säkulare Stagnations-Hypothese': Summers after Hansen[1]

Von *Harald Hagemann*, Stuttgart-Hohenheim

I. Die neue säkulare Stagnationsdebatte

Gut fünf Jahre nach dem Crash von Lehman Brothers, der der Auslöser für eine weltweite Wirtschaftskrise, der ‚Großen Rezession', war, stellte Larry Summers in seiner Rede auf der 14. Jahreskonferenz des Internationalen Währungsfonds zu Ehren von Stanley Fischer am 8. November 2013 die ‚*neue säkulare Stagnations-Hypothese*' auf. Summers' Sorge resultiert aus den langfristigen Konsequenzen kurzfristiger negativer Konjunkturentwicklungen und der weitgehenden Unwirksamkeit der Geldpolitik bei einem bereits erreichten äußerst niedrigen Niveau der Zinssätze. So beteuerte der frühere Harvard-Präsident: „I wonder if a set of older ideas … that went under the phrase ‚secular stagnation' … are not profoundly important in understanding Japan's experience, and may not be without relevance to America's experience." In der nachfolgenden Debatte ergänzte *Summers* (2015: 60) „that Europe, seven years in, may be ‚the new Japan'."

Summers' ‚neue säkulare Stagnations-Hypothese', die er bis heute in zahlreichen Nachfolgebeiträgen wiederholte und vertiefte[2], traf den Nerv der Zeit und führte unmittelbar zu einer Welle von Debattenbeiträgen und Publikationen. Besonders erwähnenswert sind die von Coen Teulings und Richard Baldwin (2014) für das Netzwerk des Center for Economic Policy Research CEPR herausgegebene Aufsatzsammlung *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* sowie das Panel der Jahrestagung der American Economic Association in Boston im Januar 2015, in denen führende Ökonomen wie Barry Eichengreen, Robert J. Gordon oder Paul Krugman das Problem einer säkularen Stagnation kontrovers diskutierten.

In seiner Formulierung der *neuen* säkularen Stagnations-Hypothese beruft sich Summers wiederholt und explizit auf Alvin Hansen als den Vater moder-

---

[1] Überarbeitete Fassung eines Vortrags auf der 37. Jahrestagung des Ausschusses für die Geschichte der Wirtschaftswissenschaften im Verein für Socialpolitik in Karlsruhe vom 9.–11. Juni 2016.

[2] Siehe *Summers* (2014 a,b,c; 2016 a,b; 2018) sowie *Rachel* und *Summers* (2019).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ner stagnationstheoretischer Ansätze und der nach Jahren der Großen Depression und am Vorabend des Zweiten Weltkriegs weitverbreiteten Idee, dass die US-amerikanische Wirtschaft der Gefahr säkularer Stagnation ausgesetzt sei, wie sie *Hansen* (1939) in seiner viel beachteten Presidential Address „Economic Progress and Declining Population Growth" gegenüber der American Economic Association vom Dezember 1938 zum Ausdruck gebracht habe. Dort betonte *Hansen* (1939: 4) in einer Schlüsselpassage: „This is the essence of secular stagnation – sick recoveries which die in their infancy and depressions which feed on themselves and leave a hard and seemingly immovable core of unemployment." Hier wird das große Trauma sichtbar, das amerikanische Ökonomen seit der Großen Depression bis heute umtreibt: eine hohe und anhaltende Arbeitslosigkeit, die gegebenenfalls auch mit einer Kombination aus extrem expansiver Geldpolitik und Fiskalpolitik zu bekämpfen sei. Auf der anderen Seite steht das deutsche Trauma seit der Hyperinflation der frühen 1920er Jahre mit der weitgehenden Enteignung der Geldvermögensbesitzer und der abschließenden Währungsreform Ende 1923, die bis heute zu großen Inflationsängsten geführt hat, mit der Präferenz für eine restriktivere Geldpolitik.

Zurecht hebt Summers hervor, dass es Hansens Idee gewesen sei „that there was a shortage of impetus to invest such that there would not be adequate demand to absorb all of the saving. He foresaw … *a chronic excess of desired saving over desired investment*".[3] Die mangelnde Investitionsnachfrage als Hauptursache des „most obstinate problem of our time – the problem of under-employment" (*Hansen* 1939: 4) verdeutlicht eine stärkere theoretische Nähe zu Keynes. Im nachfolgenden Abschnitt II gehe ich daher zunächst stärker auf die Überlegungen von Hansen und Keynes, einschlägige Kommentierungen von Schumpeter, des in diesem Zusammenhang wichtigen Hansen-Doktoranden Higgins sowie auf August Lösch ein, der wesentliche Argumente von Keynes und Hansen vorwegnahm.[4]

Abschnitt III setzt sich näher mit der Begründung von Summers neuer säkularer Stagnations-Hypothese auseinander, wonach es unmöglich geworden sei in den fortgeschrittensten Volkswirtschaften gleichzeitig Vollbeschäftigung, ein befriedigendes Wirtschaftswachstum und finanzielle Stabilität durch eine konventionelle Geldpolitik zu erreichen. Eine entscheidende Rolle in seinem Erklärungsansatz nimmt dabei der langfristig gesunkene natürliche Zinssatz ein, der *full-employment real interest rate (FERIR*), der in Verbindung mit einer niedrigen Inflationsrate dauerhaft das Erreichen der Vollbe-

[3] *Summers* (2015: 61, meine Hervorhebung).

[4] Für umfassendere theoriegeschichtliche Analysen stagnationstheoretischer Ansätze siehe *Backhouse* und *Boianovsky* (2016a, b), *Kurz* (2018), *Anselmann* (2019) sowie weitere Beiträge in diesem Band.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schäftigung verhindere. Der nachfolgende Abschnitt IV. beschäftigt sich mit den Reaktionen auf Summers von wichtigen Kollegen wie Krugman, Gordon und Eichengreen. Dabei sollen in den Abschnitten III. und IV. jeweils auch wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen einbezogen werden.

II. Alvin Hansen, John Maynard Keynes, Joseph Alois Schumpeter, August Lösch und Benjamin Higgins

Die Hypothese der säkularen Stagnation „rose to scientific importance under the brilliant leadership of Alvin H. Hansen, who amplified and expanded the doctrine of the mature or stagnating economy in part on different grounds than Keynes", so urteilte Schumpeter (1954, S. 1172) in seiner *History of Economic Analysis* über Hansen[5], der 1937 sein Kollege an der Harvard University geworden war und am Ende des folgenden Jahres seine von Summers wiederbelebte Präsidentschaftsadresse hielt. Die erneute Depression des Jahres 1937, in dem die Industrieproduktion in den USA stärker sank als im Ausbruchsjahr der Weltwirtschaftskrise 1929, führte zu einem Meinungsumschwung bei Hansen. Als einer der führenden Konjunkturtheoretiker des Landes war er zuvor von einer besonders schweren Wirtschaftskrise ausgegangen. In seiner Präsidentschaftsrede betonte Hansen nunmehr aber langfristige Strukturveränderungen, die die Gefahr einer säkularen Stagnation hervorriefen. Als solche identifizierte er drei Hauptursachen für eine rückläufige bzw. stagnierende Investitionsnachfrage:

1. das Schließen der Western frontier und damit das Ende der Verfügbarkeit von neuem Land und neuen Ressourcen. Hansen, der einer dänischen Einwandererfamilie entstammend, selbst im ländlichen Süddakota aufgewachsen war, war sich der Bedeutung der Besiedelung nach Westen für die Wirtschaftsgeschichte der USA voll bewusst. Mit Frederick Jackson Turners bahnbrechendem Aufsatz über „die Bedeutung der Grenze in der amerikanischen Geschichte", ursprünglich bereits 1893 auf der Tagung der American Historical Association in Chicago vorgetragen und als Kapitel 1 wiederabgedruckt in seiner erfolgreichen Aufsatzsammlung *The Frontier in American History* (*Turner* 1921), war dieses Thema zu einem wesentlichen Teil des öffentlichen Diskurses der USA in der Zwischenkriegszeit geworden. Hansen sieht die „opening up of new territory" als einen entscheidenden Grund der Kapitalakkumulation bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs an, beschränkt dieses Phänomen aber keineswegs auf die USA. Während er für das Jahr 1914 ein Viertel der gesamten Kapitalakkumulation Englands als Auslandsinvestitionen quantifiziert und für Frankreich die entsprechende Größe auf ein Siebtel angibt, sieht er sich außerstande, die Realkapitalbildung in den USA

[5] Zu Alvin Harvey Hansen (1887–1975) siehe auch *Backhouse* (2019).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

aufgrund der Verschiebung der Western frontier zu quantifizieren, da wegen der engen Verknüpfung mit dem Bevölkerungswachstum ein schwerwiegendes Separationsproblem bestehe.[6]

2. die Abschwächung des Bevölkerungswachstums

3. eine rückläufige Rate des technischen Fortschritts.

Wenn Hansen eingangs betont, „that the constituent elements of economic progress are (a) inventions, (b) the discovery and development of new territory and new resources, and (c) the growth of population" (Ibid, S. 3), dann zeigen seine zentralen Bestimmungsgründe für Stagnationstendenzen zugleich auf, dass jede Wachstums- bzw. Entwicklungstheorie implizit (bei Ausbleiben der entsprechenden Faktoren) zugleich eine Stagnationserklärung beinhaltet. Sieht man von der Besiedelung gen Westen als historische Antriebskraft für die Investitionstätigkeit ab[7], so resultiert für Hansen die Stagnationstendenz aus dem Rückgang der beiden Komponenten der natürlichen Wachstumsrate, der Rate des technischen Fortschritts und der Rate des Bevölkerungswachstums, die er als exogene Größe ansieht.

> „It is my growing conviction that the combined effect of the decline in population growth, together with the failure of any really important innovations of a magnitude sufficient to absorb large capital outlays, weighs very heavily as an explanation for the failure of the recent recovery to reach full employment." *Hansen* (1939: 11)

Es ist vor allem der Rückgang des Bevölkerungswachstums als Ursache der stagnierenden Investitionstätigkeit[8], den Hansen als zentrales Problem identifiziert und dies auch im Titel seiner Präsidentschaftsadresse zum Ausdruck bringt. Immer wieder betont er, dass „we are in the midst of a drastic decline in the rate of population growth" (Ibid, S. 2) und den daraus resultierenden Rückgang der Investitionstätigkeit. Demgegenüber sei das hohe Bevölkerungswachstum in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts in Westeuropa für 40 % der gesamten Realkapitalbildung und in den USA sogar für 60 % der Kapitalakkumulation verantwortlich gewesen (Ibid, S. 8).[9]

---

6 Vgl. *Hansen* (1939: 9).

7 In gewisser Weise stellt die Eroberung neuer Märkte durch technologisch führende Unternehmen mit den dadurch verbundenen Skaleneffekten im Zuge der Globalisierung in den letzten Jahrzehnten eine Parallele als „new economic frontier" dar.

8 In den USA fielen über weite Strecken der 1930er Jahre die Bruttoinvestitionen geringer aus als die Abschreibungen, so dass der Kapitalstock schrumpfte. Die Wachstumsrate der Bevölkerung in den USA fiel von 1920 bis Ende der 1930er Jahre von 1,9 auf 0,7 Prozent.

9 Im Unterschied zu Hansen entwickelte Josef Steindl (1952) in *Maturity and Stagnation in American Capitalism* in der Tradition von Karl Marx und Michal Kalecki eine ganz andersartige Theorie der säkularen Stagnation, die inhärente Entwicklungen der kapitalistischen Wirtschaft wie die Kostenvorteile großer Firmen betont,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Rückgang der Investitionstätigkeit aufgrund des stark sinkenden Bevölkerungswachstums sowie des Schließens der Western frontier könne nur durch einen starken Anstieg der Rate des technischen Fortschritts kompensiert werden. „We are thus rapidly entering a world in which we must fall back upon a more rapid advance of technology than in the past if we are to find private investment opportunities adequate to maintain full employment… What we need is not a slowing down in the progress of science and technology, but rather an acceleration of that rate“ (Ibid, S. 10). Dies sei eine dringende Notwendigkeit in einer Zeit unzureichender privater Investitionsmöglichkeiten. Dabei dürfe man sich nicht durch das Gespenst technologischer Arbeitslosigkeit abschrecken lassen, auch wenn sich dieses Problem durch die wachsende Bedeutung kapitalsparenden technischen Fortschritts verstärken würde. Allerdings war Hansen ausgesprochen skeptisch bezüglich des Entstehens neuer Industrien, die ähnlich reichhaltige Investitionsmöglichkeiten hervorbringen, wie es bei der Eisenbahn und dem Automobil der Fall war. Dieses ist verständlich vor dem Hintergrund, dass es sich bei dem Zeitraum von 1929–1937 gemäß seinem Harvard-Kollegen Schumpeter um die Depressionsphase des dritten Kondratieff-Zykluses handelt. Letzterer bezeichnet die von *Hansen* (1938) bereits in seinem Buch *Full Recovery or Stagnation?* gegebene Erklärung für die Theorie der schwindenden Investitionsmöglichkeiten im Schlussabschnitt ‚Stagnation des kapitalistischen Prozesses‘ in seinen im selben Jahr erscheinenden *Business Cycles* (*Schumpeter* 1939) zwar als „bewundernswürdig“, lehnt sie aber zugleich als unzulänglich ab. Vielmehr bestehe der Kapitalismus seinem Wesen nach aus einem Prozess endogener wellenförmiger Entwicklungen, und auch ein so tiefes Wellental wie die Wirtschaftskrise der 1930er Jahre dürfe nicht mit säkularer Stagnation verwechselt werden. Zudem reflektiere das Ausmaß der Depression die einzigartige Prosperität der vorhergehenden 1920er Jahre. So habe sich schon eine Koryphäe wie John Stuart Mill durch seine 1870 geäußerte Meinung kompromittiert, dass die Möglichkeiten kapitalistischer Unternehmertätigkeit weitgehend erschöpft seien.[10]

Schumpeter weist Hansens Erklärungsversuch zurück, der seiner Ansicht nach zu stark durch Keynes’ ‚Economics of Depression‘ inspiriert worden sei.[11] Zurecht wendet er sich gegen die Vorstellung einer zurückgehenden technologischen Dynamik im Kapitalismus. Im Gegensatz zu seiner optimistischen technologischen Sichtweise ist er in sozioökonomischer Hinsicht jedoch langfristig ein Pessimist. So erzeuge der Kapitalismus durch sein bloßes

---

die zu einer Transformation des Systems zu einer stärker oligopolisierten Wirtschaft führen und den Wachstumsprozess bremsen. Siehe zu Steindl auch *Hansen* (1954).

[10] Vgl. *Schumpeter* (1939, S. 1037).

[11] *Schumpeter* (1954, S. 1172–3).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Funktionieren eine soziale Atmosphäre, die ihm feindlich gesonnen sei und ihrerseits Politiken hervorrufe, die seinem Funktionieren im Wege stehen.[12] Schumpeter kann daher auch der These langfristig schwindender Investitionsmöglichkeiten explizit zustimmen, wenn auch mit gänzlich anderer Begründung, die er vor allem im nachfolgenden Werk *Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie* (*Schumpeter* 1942) elaboriert. Für die Degenerierung des Kapitalismus, die einen Verlust an Dynamik zur Folge habe, seien vor allem drei Ursachen verantwortlich, die sich auf die Systemstruktur beziehen: die sinkende Bedeutung der von Schumpeter früher so gepriesenen Pionierunternehmer, die Zerstörung der schützenden Schichten der Bourgeoisie sowie die Zerstörung des institutionellen Rahmens der kapitalistischen Gesellschaft durch die steigende Marktkonzentration bei Großunternehmen. Hieraus resultiere eine zunehmende Instabilität des Kapitalismus und seiner Ordnung.

Keynes, so Schumpeter in der *History of Economic Analysis*, „must be credited or debited, as the case may be, with the fatherhood of modern stagnationism". Eher verächtlich fährt er fort: „In itself stagnationism is practically as old as economic thought. In any prolonged period of economic *malaise* economists, falling in like other people with the humors of their time, proffer theories that pretend to show that depression has come to stay."[13] Immerhin billigt Schumpeter dem Rivalen zu, dass dieser die Vision säkularer Stagnation nicht erst unter dem Zeitgeist der Weltwirtschaftskrise formuliert habe, sondern bereits in dem von ihm geschätzten Werk *The Economic Consequences of the Peace* (*Keynes* 1919). Dort, vor allem im zweiten Kapitel, unterscheidet Keynes zwischen der ‚alten Welt' (vor 1914), die durch eine hohe Sparneigung, aber auch große Möglichkeiten für profitable Investitionen gekennzeichnet war (was insbesondere auch für Deutschland nach 1870 gelte, in dem die Bevölkerung bis 1914 von 40 auf 68 Millionen angestiegen war), und der ‚neuen Welt' nach Ende des Ersten Weltkriegs, in der „the principle of accumulation based on inequality [which] was a vital part of the pre-war order of society" (*Keynes* [1919] 1971, S. 13) erschüttert sei, was zu einem voraussichtlichen Rückgang der Investitionstätigkeit führen würde. Die sich hier andeutende Vision säkularer Stagnation habe Keynes aber erst in seinem Hauptwerk theoretisch fundiert. „The *General Theory* is the final result of a long struggle *to make that vision of our age analytically operative*" (*Schumpeter* [1946] 1951, S. 268).

Keynes' Version einer säkularen Stagnation kommt in der *General Theory* vielleicht am stärksten in seinen Bemerkungen zum Merkantilismus in Kapital 23 zum Ausdruck, wo es in einer längeren Passage heißt:

---

12 Siehe *Schumpeter* (1939, S. 1038).

13 *Schumpeter* (1954, S. 1172).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

> … „that there has been a chronic tendency throughout human history for the propensity to save to be stronger than the inducement to invest. The weakness of the inducement to invest has been at all times the key to the economic problem… The desire of the individual to augment his personal wealth by abstaining from consumption has usually been stronger than the inducement to the entrepreneur to augment the national wealth by employing labour on the construction of durable assets.“ *Keynes* ([1936] 1973, S. 347 f.)

Während Keynes zufolge in früheren Zeiten alle möglichen Risiken und Gefahren eine größere Rolle gespielt haben dürften, sei die Schwäche der Investitionsanreize in der entwickelten Wirtschaft vor allem auf das größere Ausmaß der bestehenden Kapitalakkumulation zurückzuführen. Aus nationalistischer Sicht seien in einer Welt chronischer Nachfrageschwäche merkantilistische Politiken daher rational.

Hansen bezieht sich in seiner Präsidentschaftsadresse entsprechend seiner Schwerpunktsetzung aber nicht auf die *General Theory*, sondern auf einen eher unbekannten, kurz zuvor erschienenen Aufsatz von Keynes (1937), in dem dieser die ökonomischen Konsequenzen einer sinkenden Bevölkerung analysiert und zum Ergebnis kommt:

> „An increasing population has a very important influence on the demand for capital. … an era of increasing population tends to promote optimism … But in an era of declining population the opposite is true … a pessimistic atmosphere may ensue … the first result to prosperity of a change-over from an increasing to a declining population may be very disastrous.“ *Keynes* ([1937] 1973, S. 125–6)

Die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit, die sowohl für die konjunkturelle Entwicklung wie für das langfristige Wirtschaftswachstum von entscheidender Bedeutung ist, hängt Keynes zufolge von drei Faktoren ab: dem Bevölkerungswachstum, dem Lebensstandard und der Kapitalintensität der Produktionstechnik. Während er beim Lebensstandard kaum mehr als einen Anstieg von jährlich 1 Prozent für realistisch hält (Ibid, S. 130), geht Keynes tendenziell eher von einem kapitalsparenden technischen Fortschritt aus. Zwei Aspekte sind hier bemerkenswert. So operiert Keynes diesbezüglich (möglicherweise unter dem Einfluss von Hayek, der ab 1931 an die London School of Economics gekommen war) mit dem eher österreichischen Konzept der durchschnittlichen Produktionsperiode und unterstellt für wohlhabendere Gesellschaften einen Trend zum verstärkten Konsum von Dienstleistungen, die durch eine kürzere durchschnittliche Produktionsperiode gekennzeichnet sind. Für den bei ihm im Blickpunkt stehenden Zeitraum von 1860 bis 1913 muss daher konstatiert werden, dass die steigende Kapitalnachfrage vor allem auf den Anstieg des Lebensstandards und das starke Bevölkerungswachstum zurückzuführen sei (Ibid: 128). Bereits bei stagnierender Bevölkerung müssen daher eine gleichmäßigere Einkommensverteilung zur Stimulierung der Konsumnachfrage sowie eine Zinssenkung zur

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Verlängerung der Produktionsperiode angestrebt werden, um den Wohlstand zu erhalten. Sollte dies nicht gelingen, was angesichts vielfältiger sozialer und politischer Widerstände wahrscheinlich sei, so würde eine chronische Tendenz zur Unterbeschäftigung resultieren, die die Stabilität der Gesellschaft unterminiere.

Das langfristige Vollbeschäftigungsproblem sollte Keynes (1943) auch in Kriegszeiten beschäftigen, obwohl er die Gefahr einer unzureichenden Investitionsnachfrage bei einem privaten Überangebot an Ersparnissen (I<S) erst für eine dritte Phase nach der Phase des Wiederaufbaus (I>S) und einer nachfolgenden Phase der Übereinstimmung profitabler Investitionsmöglichkeiten mit der Ersparnisbildung ansah. Für diese dritte Phase würde gelten: „It becomes necessary to encourage wise consumption and discourage saving, – and to absorb some part of the unwanted surplus by increased leisure, more holidays (which are a wonderfully good way of getting rid of money) and shorter hours“ (*Keynes* [1943] 1980, S. 323). In Übereinstimmung mit Henderson fordert Keynes den Einsatz der Produktivkräfte zur Erzielung der größtmöglichen Wohlfahrt. Dabei finden sich Anklänge an die von Keynes bereits 1930 im Essay ‚Zu den ökonomischen Möglichkeiten unserer Enkelkinder‘ entworfenen Skizze einer Gesellschaftsutopie nach weitgehender Befriedigung materieller Bedürfnisse und seine moralphilosophischen Überlegungen zu einem sinnvollen Freizeitverhalten. Hier wie dort sieht Keynes die Sättigung der Investitionsnachfrage erst in weiter Ferne.

Wie von *Hansen* (1939) im Titel seiner Präsidentschaftsadresse und zuvor von Keynes (1937) betont, ist es vor allem das rückläufige Bevölkerungswachstum, das die Gefahr von Stagnationstendenzen hervorruft. Der Zusammenhang zwischen Bevölkerungs- und Wirtschaftsentwicklung ist aber bereits kurz zuvor theoretisch klar und empirisch unterlegt von einem deutschen Ökonomen herausgearbeitet worden, der mit einiger Wahrscheinlichkeit einen größeren Einfluss auf Hansen hatte als es in der bisherigen theoriegeschichtlichen Literatur zum Ausdruck kommt. August Lösch (1906–1945) war ein herausragender Theoretiker, der maßgeblich von Walter Eucken in Freiburg, Adolf Löwe, Gerhard Colm und Hans Neisser in Kiel sowie von Arthur Spiethoff, Joseph Schumpeter und Herbert von Beckerath in Bonn beeinflusst wurde[14] und aufgrund eines tragischen Schicksals viel zu früh verstarb. Wie insbesondere von David Bieri aufgezeigt, kann Lösch keineswegs auf seine Arbeiten zur Standorttheorie reduziert werden. Lösch, der in Bonn, wo er 1932 promoviert wurde, zum engsten Studentenkreis von Schumpeter gehörte, hielt auch nach dessen Weggang nach Harvard im Spätsommer 1932

[14] Zu den Details vergleiche die hervorragende Kompilation, die David Bieri im *August Lösch Online Archiv* am Virginia Tech in Blacksburg, VA zusammengestellt hat.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

engen Kontakt zu seinem früheren Mentor, dessen Rolle an der Universität Bonn Arthur Spiethoff übernahm. Das kommt auch im Titel seiner Bonner Habilitationsschrift *Bevölkerungswellen und Wechsellagen* (Lösch 1936) zum Ausdruck. Mit einem Fellowship der Rockefeller Foundation verbrachte Lösch vor und nach seiner Habilitation von November 1934 bis Dezember 1935 sowie von November 1936 bis Februar 1938 längere Forschungsaufenthalte an führenden Universitäten der USA, wobei ihm Schumpeter entscheidende Türen öffnete. Hierzu gehörte insbesondere in der zweiten Periode ein mehrmonatiger Aufenthalt in Harvard. In dessen *Quarterly Journal of Economics* publizierte *Lösch* (1937) seinen Beitrag „Population Cycles as a Cause of Business Cycles", den er bereits im Dezember 1936 auf der Jahrestagung der Econometric Society in Chicago vorgestellt hatte und der Hansen nicht entgangen sein kann.[15] Hinzu kommt, dass es neben Wicksell, Schumpeter u. a. vor Erscheinen von Keynes' *General Theory* (1936) vor allem Arthur Spiethoff gewesen war, der einen permanenten Einfluss auf Hansen als Konjunkturtheoretiker ausübte, wie es *Paul Samuelson* (1976, S. 27–8) in seiner posthumen Würdigung der Leistungen von Hansen als Wirtschaftstheoretiker hervorgehoben hat.[16]

In seiner von Spiethoff angeregten Studie betont Lösch, dass Veränderungen im Bevölkerungswachstum nicht Folge, sondern Ursache ökonomischer Veränderungen sind. Größere Kriege würden über ein Jahrhundert zu drei größeren langen Bevölkerungswellen mit 33jähriger Zykluslänge[17] führen, wie sich am besten am Beispiel Schwedens, aber auch Deutschlands wie anderer europäischer Länder nach den napoleonischen Kriegen zeige. Besonders auffällig sei die Korrelation zwischen der Bevölkerungsentwicklung und der Industrieproduktion. Der Rhythmus der Bevölkerungswellen bestimme

[15] *Hansen* (1937) hatte sogar Löschs Bonner Habilitationsschrift relativ kritisch rezensiert. In seiner Besprechung betont er auch hinsichtlich der Kausalität, dass sich Bevölkerungsveränderungen und wirtschaftliche Aktivitäten wechselseitig beeinflussen. Demgegenüber gelangt *Lösch* (1938) zum Ergebnis, dass von einer Wechselwirkung zwischen Bevölkerungs- und Wirtschaftsentwicklung nicht gesprochen werden könne, sondern vielmehr ein einseitiger Einfluss von Bevölkerungsbewegungen auf die wirtschaftliche Entwicklung ausgehe.

[16] Auch *Higgins* (1948, S. 91) betont in seinem Beitrag zur Festschrift zum 60. Geburtstag von Alvin Hansen, dass dieser (*Hansen*, 1946, S. 13) selbst darauf verwiesen habe, dass der Begriff „säkulare Stagnation" vielleicht die beste englischsprachige Wiedergabe von Spiethoffs Begriff „Stockungsspanne" sei, was den Eindruck der Depressionsphase einer langen Welle vermittle. Die von Hansen aufgeführten drei Hauptursachen seien offenkundig aber eher Trendfaktoren als zyklische Faktoren, so dass er bei seiner säkularen Stagnationshypothese ein Trendphänomen im Auge hatte.

[17] In dieser Variante langfristiger Wachstumsschwankungen zeigt sich auch der Einfluss Schumpeters und dessen Begeisterung für die Kondratieff-Zyklen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

den Rhythmus der wirtschaftlichen Wechsellagen, „it is the upswing of population which sets the pace“ (*Lösch* 1937, S. 658). Eine stärker wachsende Bevölkerung benötige nicht nur mehr Wohnraum (Gebäudeinvestitionen) und Konsumgüter, sondern habe indirekt auch einen überdurchschnittlichen Anstieg der Kapitalgüterproduktion zur Folge.[18] Dieses intensive Wachstum sei für die Unternehmen mit einem geringeren Risiko verbunden als es bei Produkt- oder Prozessinnovationen der Fall sei, Lösch hebt hervor, dass

> „nearly half of the German capital goods industry has so far been entirely dependent upon the increase in population, and only the remainder was working for replacement and technical progress. For this very reason technical innovations alone are as a rule unlikely to bring about an upswing or to support it any longer in face of a decrease in new labor supply. For this decrease in population growth results in heavy losses for nearly half of the capital goods industry.“ *Lösch* (1937, S. 659–660)

Lösch nimmt in seinen Untersuchungen zum Einfluss des Bevölkerungswachstums auf Konjunktur- und Wachstumszyklen wesentliche Argumente von Keynes und Hansen vorweg.

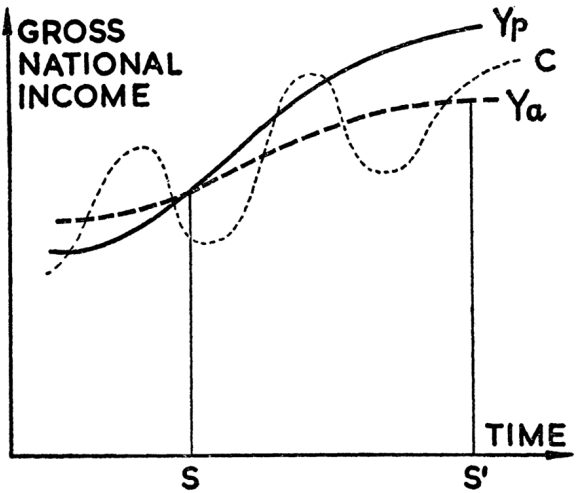
Zu den Ökonomen, die Hansens Stagnationsthese frühzeitig klar verstanden und zu formalisieren versuchten, gehört Benjamin Higgins (1912–2001), der seinen Masterabschluss bei Lionel Robbins an der LSE erworben hatte und mit einer Arbeit über steuerliche Aspekte der Fiskalpolitik bei Alvin Hansen in Minnesota promoviert wurde, von wo er 1937 mit seinem Doktorvater an die Harvard University wechselte (*Mackie* 2001, S. 183–4). Higgins betonte als Erster die wachsende Lücke zwischen dem Trend des potentiellen Einkommens und dem Trend des tatsächlichen Einkommens, d. h. die ‚Output gap‘, die in der modernen Debatte eine wichtige Rolle spielt.

> „[…] highly developed countries like the United States face not only a problem of recurring cyclical unemployment, but also a problem of chronic and growing unemployment resulting from the tapering off of long-run economic expansion. While the economy may still have room for considerable potential expansion, and may indeed still be expanding over the course of cycles as a whole, there is a growing gap between the trend of gross national product at full employment and the actual trend of gross national product.“ (*Higgins*, 1948, S. 83).

In dieser vereinfachten Version von Higgins’ ursprünglicher Abbildung (1948, S. 83), die auch noch die Überlagerung der längerfristigen Kondratieff-Zyklen durch die kurzfristigen Kitchin-Zyklen beinhaltete, stellen Y_p das potentielle Bruttonationaleinkommen, Y_a den Trend des tatsächlichen Bruttonationaleinkommens und C die zyklischen Bewegungen des tatsäch-

[18] *Bevölkerungsveränderung erfordert Kapital. … Die Bevölkerungsbewegung beeinflusst die Wirtschaft in erster Linie über Art und Umfang der Kapitalgütererzeugung,* so lauten im Original kursiv hervorgehobene Kernsätze bei *Lösch* (1938, S. 455 und 456).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



Quelle: *Higgins* (1950a, S. 161).

Abbildung 1

lichen Bruttonationaleinkommens dar. „The Y_p curve shows gross national income or product at ‚full-employment-without-inflation'" (*Higgins* 1950a, S. 161). In seinen intensiven Bemühungen und theoretisch scharfsinnigen Ausführungen arbeitet *Higgins* (1948, 1950a, b) klar heraus, dass der Kern von Hansens Konzeption säkularer Stagnation aus einer wachsenden Lücke zwischen dem Trend des potentiellen Volkseinkommens und dem Trend des tatsächlichen Volkseinkommens besteht. (Stagnation setzt in Abbildung 1 im Punkt S ein.) Stagnation bedeute im Kern eine verschwendete bzw. unterausgelastete Produktionskapazität und wachsende Arbeitslosigkeit. Higgins zieht es daher vor, von einer Theorie einer wachsenden Deflationslücke oder steigender Arbeitslosigkeit statt von säkularer Stagnation zu sprechen.

„There is good reason to suppose that the Hansen thesis refers to a growing gap between the gross national product at full employment and the trend that would exist under a policy of complete fiscal neutrality" (*Higgins* 1948, S. 91). Das Schließen der Outputlücke bzw. die Vermeidung wachsender Arbeitslosigkeit setze daher eine kompensatorische Fiskalpolitik voraus, die eine langfristig steigende Staatsverschuldung erforderlich zu machen und die Tugend der Ersparnisbildung infrage zu stellen scheint. Auch aufgrund von Hansens enger Beziehung mit der Roosevelt Administration sei seine Stagnationshypothese in der öffentlichen Wahrnehmung daher mit „New Deal Economics" in Verbindung gebracht worden (Ibid, S. 84).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Higgins arbeitet klarer als sein Mentor selbst heraus, dass Hansens säkulares Stagnationstheorem auf *vier* Säulen beruht: „the growth of personal and corporate saving, the declining rate of population growth, the disappearance of geographical frontiers, and the tendency of inventions to become capital-saving rather than capital-absorbing“ (Ibid, S. 90). Bemerkenswert hierbei ist vor allem Higgins' Betonung der Notwendigkeit der zusätzlichen Ersparnisbildung für eine sich öffnende Schere zwischen dem potentiellen und dem tatsächlichen Einkommen, da die anderen drei Argumente eine stagnierende bzw. rückläufige Investitionsnachfrage begründen.[19] Zweifellos liegt bei Hansens Begründung der Gefahr säkularer Stagnation der Schwerpunkt auf der Seite der Investitionen. Higgins zeigt jedoch präzise auf, dass bei rückläufigem Bevölkerungswachstum und mangelnder Verfügbarkeit von neuem Land bzw. neuen Ressourcen, „it would take an ever-increasing rate of technological progress to keep the growth of national income at full employment from slowing down“ (Ibid, S. 92). Eine vollständige Analyse der Ursachen des Beschäftigungsproblems setze jedoch auch eine Betrachtung der Sparseite voraus. Hansen habe, so Higgins (Ibid, S. 96), einen Trend zu einer steigenden durchschnittlichen Sparquote im Sinne gehabt, der zweifelsohne größere Auswirkungen auf die Entwicklung des tatsächlichen als die des potentiellen Einkommens habe. „It is .. obvious that the dwindling of investment opportunities in general will be more serious if the *ex ante* propensity to save is rising than if it is falling“ (Ibid, S. 106). Mit dieser Identifizierung des Auseinanderdriftens von Ersparnisbildung und Investitionstätigkeit als Ursache säkularer Stagnation ergreift Higgins die Botschaft von Keynes' *Allgemeiner Theorie* die Quelle des Beschäftigungsproblems in einer Geldwirtschaft im intertemporalen Koordinationsproblem von S und I zu verorten.

Hinsichtlich der von Hansen betonten wachsenden Bedeutung kapitalsparenden technischen Fortschritts als Ursache rückläufiger Investitionstätigkeit und damit Quelle einer Stagnationstendenz nimmt Higgins zwei interessante Elaborierungen vor, die einen starken Einfluss von Schumpeter aufzeigen. So betont er einerseits, dass die Aufmerksamkeit vom Trend zu kapitalsparenden *Inventionen*, die von ihm nicht in Frage gestellt werden, stärker auf die für die Anwendung im Produktionsprozess relevanten *Innovationen* verlagert werden müsse. Für einen Trend zu kapitalsparenden Innovationen gebe es aber keine hinreichenden empirischen Belege. Darüber hinaus berücksichtigt Higgins die Konsequenzen der Abschreibungen für die erforderlichen Ersatzinvestitionen und argumentiert, dass ein kapitalsparender technischer Fortschritt das Volumen für den Reinvestitionsbedarf verringere und damit per

[19] Ähnlich *Samuelson* (1976, S. 30), der *possible enhanced internal corporate saving* als vierte Ursache von Hansens Doktrin einer drohenden langfristigen Stagnation explizit hervorhebt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Saldo einen deflationären Effekt ausübe. „If this deflationary effect is to be avoided new investment must rise at an increasing rate“ (Ibid, S. 102). Dies werde in wirtschaftlich hochentwickelten Ländern jedoch immer schwieriger, so dass Higgins zum Fazit gelangt: „The real truth of the ‚capital-savings inventions‘ argument may be simply that in recent decades innovations have not been sufficiently capital-absorbing to maintain the rate of increase in addition to capital of earlier decades“ (Ibid). Hinsichtlich des Abschreibungsarguments und des daraus abgeleiteten notwendigen gesamtwirtschaftlichen Reinvestitionsvolumens fehlt eine Weiterentwicklung bei Higgins. Sollte sich die Rate des technischen Fortschrittes erhöhen, würde sich die ökonomische Lebensdauer verkürzen, was eine höhere Abschreibungsquote pro Periode zur Folge hätte. Diese würde kapitalsparenden Innovationen entgegenwirken. Ob sie die Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit sogar (über)kompensieren kann, hängt von Ausmaß und der Richtung des technischen Fortschritts ab.

Wichtig ist Higgins’ Betonung, dass die Stärke von Hansens säkularer Stagnationshypothese aus der kombinierten Wirkung der vier zentralen Säulen resultiere, die stärker sei als die Summe der Wirkungen der vier einzelnen Einflussfaktoren. Daraus folge auch das empirische Problem, dass Hansens Hypothese nicht durch die Isolierung der einzelnen Effekte adäquat getestet werden kann.

Abschließend sei betont, dass *Samuelson* (1976, S. 30) in seiner posthumen Würdigung vor dem Hintergrund des von den USA ausgehenden historisch beispiellosen Wachstumsprozesses in der westlichen Welt in den ersten drei Jahrzehnten nach Ende des Zweiten Weltkriegs zurecht darauf hinweist, dass Hansen kein Wachstumspessimist gewesen sei, sondern der Überzeugung war, dass die von ihm aufgezeigte drohende Gefahr einer säkularen Stagnation aufgrund einer Tendenz zu einer unzureichenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch eine (keynesianische) Wirtschaftspolitik, vor allem durch eine adäquate Fiskalpolitik, bekämpft werden kann.

III. Summers’ neue säkulare Stagnations-Hypothese

Größere Wirtschaftskrisen können einen negativen Einfluss auf das langfristige Wirtschaftswachstum ausüben. Der entscheidende Wirkungskanal verläuft über einen Einbruch der Investitionstätigkeit, die kurzfristig eine wesentliche Komponente der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage darstellt und langfristig über den Kapazitätseffekt sowie als Medium, über das der technische Fortschritt in den Produktionsprozess einer Volkswirtschaft (neben höheren Qualifikationen der Arbeitskräfte) eingeschleust wird, das Potentialwachstum beeinflusst. Summers diagnostiziert einen Hysteresis-Effekt der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Großen Rezession und betont ein inverses Saysches Gesetz. „Lack of demand creates lack of supply potential“ (*Summers* 2015, S. 63). In der Diagnose eines Mangels an effektiver Nachfrage als Ursache der Abweichung des tatsächlichen Wirtschaftswachstums vom Potentialwachstum zeigt sich sehr gut, dass Summers’ „neue säkulare Stagnations-Hypothese“ den keynesianischen bzw. nachfrageorientierten Ansätzen zuzurechnen ist, wie auch von Summers (2015) selbst explizit im Titel eines Kernbeitrags hervorgehoben.

Von Beginn an betont Summers nicht nur die mit der Outputlücke infolge von Unterauslastung der Produktionskapazitäten in der Krise verbundenen Wohlfahrtsverluste, sondern zugleich auch die negativen Konsequenzen der Krise, die nach 2007 zu einer permanenten Korrektur des potentiellen Wachstums nach unten geführt haben.[20] So habe in den USA im Jahr 2014 das Produktionspotential um 10 Prozentpunkte niedriger gelegen als man 2007 angenommen habe.[21] Davon sei aber nur die Hälfte als Outputlücke verblieben, da die Schätzung des Produktionspotentials stetig nach unten korrigiert worden sei. Dies sei jedoch nicht nur die Folge rückläufiger Investitionstätigkeit, sondern auch des Tatbestandes, dass demographische Faktoren und die Wirtschaftskrise sich negativ auf die Entwicklung des Arbeitspotentials ausgewirkt hätten. So sei vor allem wegen des Sinkens der Partizipationsraten der männlichen Bevölkerung im Haupterwerbsalter die Erwerbsquote in der Krise beschleunigt zurückgegangen und habe sich danach nur langsam erholt. Dieser Hysteresis-Effekt am Arbeitsmarkt aufgrund von Einbußen an Humankapital durch Qualifikationsverluste infolge längerer Arbeitslosigkeit hat sich ebenfalls negativ auf das Potentialwachstum ausgewirkt. So zeigen *Glaeser* (2014) und *Gordon* (2014) in ihren Beiträgen, „that about half the US decline in participation comes from ageing and the other half is from declining participation within age groups, due in part to weak economic conditions“ (Teulings und Baldwin 2014, S. 8). Interessanterweise war es Summers selbst gewesen der in einer gemeinsamen Arbeit mit *Blanchard* (1986) Hysteresis-Effekte am Arbeitsmarkt als ein europäisches Problem angesehen und in diesem Zusammenhang den Begriff „Eurosklerose“ geprägt hatte. Nunmehr jedoch erweist sich eine „Sklerose“ eher als ein US-amerikanisches Phänomen.

„I define secular stagnation as a downward tendency of the real interest rate, reflecting an excess of desired saving over desired investment, and resulting into a persistent output gap and/or slow rate of economic growth“, so definiert *Barry Eichengreen* (2015, S. 66) den Begriff im Panel der American

[20] Vgl. z. B. die drei Abbildungen für das aktuelle und potentielle Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in den USA, der Eurozone und in Japan für den Zeitraum 2007–2014 bei *Summers* (2014b, S. 28–29).

[21] Vgl. *Summers* (2015, S. 66).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Economic Association zu Summers’ säkularer Stagnations-Hypothese. Dies entspricht der dritten Phase einer unzureichenden Investitionsnachfrage bei einem privaten Überangebot an Ersparnissen, die Keynes 1943 in seiner Diskussion des langfristigen Vollbeschäftigungsproblems als eine potentielle Gefahr saturierter Volkswirtschaften angesehen hatte und steht weitgehend im Einklang mit Summers. Dieser listet wiederholt die Hauptursachen auf, die sich negativ auf die geplante Investitionsnachfrage (1) bzw. positiv auf die Höhe der geplanten Ersparnisse (2) auswirken.[22]

(1) Die ersten beiden von Summers angeführten Argumente eines abgeschwächten Bevölkerungswachstums und einer Verlangsamung des technischen Fortschritts und damit der ‚natürlichen Wachstumsrate‘ im Sinne von Solow entsprechen den zentralen Bestimmungsgründen für stagnative Tendenzen, die Hansen angeführt hatte. Gleiches gilt für die bereits von Hansen betonte wachsende Bedeutung kapitalsparenden technischen Fortschritts als Ursache rückläufiger Investitionsnachfrage. Hansen konnte allerdings noch nicht das Mooresche Gesetz kennen, dessen Wirksamkeit vor allem im Bereich moderner Informations- und Kommunikationstechnologien und den dazugehörigen Sektoren zu einem Rückgang der relativen Preise für Kapitalgüter geführt hat, der aufgrund des in den letzten drei Jahrzehnten gestiegenen Gewichts dieser Sektoren auch gesamtwirtschaftlich stärker durchschlägt. Auch die Entwicklung in eine moderne Dienstleistungs- und Wissensgesellschaft trägt zu dem Strukturwandel hin zu weniger kapitalintensiven Sektoren und damit einer dämpfenden Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Investitionsnachfrage bei. Hinzu kommen einige spezielle Faktoren, die im Zusammenhang mit der Großen Rezession stehen wie gestiegene Friktionen in der finanziellen Intermediarisierung, die in Verbindung mit einer größeren Risikoaversion und gestiegenen regulatorischen Lasten im Kielwasser der Finanzkrise einen Keil zwischen dem Zinssatz für sichere Anlagen und dem Zinssatz für kreditnachfragende Unternehmen getrieben habe, was sich z. B. in Südeuropa negativ auf die private Investitionsnachfrage ausgewirkt hat. Zudem haben konservative Haushaltspolitiken in vielen Ländern zu einer schwachen öffentlichen Investitionstätigkeit beigetragen.

(2) Als Hauptursachen für einen Anstieg der privaten Sparneigung führt Summers den demographischen Wandel hin zu einer alternden Gesellschaft und die zunehmende Ungleichheit in der personellen Einkommensverteilung an, die aufgrund der geringeren Konsumquote der besser Verdienenden die durchschnittliche Sparquote erhöht. Darüber hinaus gibt es auf globaler Ebene stark steigende Ersparnisse der Schwellenländer. Hinzu kommen auch auf Seiten der Ersparnisbildung spezielle Faktoren im Gefolge der großen Finanzkrise wie die gestiegene Nachfrage nach sicheren Anlagen und die

[22] Vgl. u. a. *Summers* (2014b,c, 2015).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

fortgesetzte Disinflation, die zur Folge hat, dass die für die Volkswirtschaft relevanten Zinssätze nach der Besteuerung geringere Zinssätze vor der Besteuerung erfordern um dieselbe Höhe zu erreichen.

Aus dieser Vielzahl von Ursachen folgt in der kumulierten Wirkung „that changes in the structure of the economy have led to a significant shift in the natural balance between savings and investment, causing a decline in the equilibrium or normal real rate of interest that is associated with full employment" (*Summers* 2014c, S. 69). Hier kommen wir zum Kern der *neuen* säkularen Stagnations-Hypothese und zu einem wesentlichen Unterschied von Summers und Hansen. Anders als sein Vorgänger von der Harvard University macht Summers den langfristig gesunkenen natürlichen Zinssatz zum Dreh- und Angelpunkt seiner Argumentation:

> „So there are many reasons to expect that equilibrium real interest rates will be substantially lower than they have been in the past. *Lower equilibrium real interest rates* coupled with low rates of inflation means that the zero-lower bound is likely to be a constraint on achieving adequate aggregate demand much more in the future than in the past. *This is the essence of the secular stagnation hypothesis*." (*Summers* (2015), S. 62 f., meine Hervorhebungen)

Mit dieser Fokussierung auf den langfristig gesunkenen natürlichen Zinssatz, der in Verbindung mit der niedrigen Inflationsrate dauerhaft das Erreichen der Vollbeschäftigung verhindere, steht Summers wie auch Blanchard fest auf dem Boden des Neukeynesianismus.[23]

Bemerkenswerterweise war es zuvor Lawrence Klein in seiner unter der Betreuung von Paul Samuelson 1944 am MIT verfassten Dissertation *The Keynesian Revolution* (*Klein* 1947a) gewesen, der die von Pigou (1943) in seiner kritischen Auseinandersetzung mit Hansens *Fiscal Policy and Business Cycles* (1941) angeführte Möglichkeit eines negativen natürlichen Zinssatzes im Sinne von *Wicksell* (1898) aufgezeigt und für die Konstellation, dass die Ersparnisse aus dem Vollbeschäftigungseinkommen die Investitionen übertreffen, zu einem integralen Bestandteil des Keynesschen Systems machte.[24] *Klein* (1947b) verteidigt Hansens Stagnations-Hypothese auch gegen die Kritiker. Allerdings ist er von den von Hansen angeführten Hauptursachen für säkulare Stagnation weniger überzeugt und ersetzt sie durch eine an Marx angelehnte Argumentation einer fallenden Profitrate. *Klein* (1947b, S. 127–9) sieht Stagnation aber eher als ein mittelfristiges denn ein permanentes Problem, so auch die Stagnationstendenzen in den 1930er Jahre in den USA als Folge der sehr starken Kapitalakkumulation in den 1920er Jahren.

---

[23] Zur zentralen Rolle des natürlichen Zinssatzes im Neukeynesianismus siehe auch *Woodford* (2003) und *Spahn* (2016).

[24] Vgl. *Klein* (1947a, ^{2}1966), S. 84–5.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Carl Christian von Weizsäcker hat, beginnend mit einem Beitrag über ‚Das Janusgesicht der Staatsschulden' in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 4. Juni 2010, bereits vor Summers in einer Reihe von Beiträgen[25] die These vertreten, dass der natürliche Zinssatz in dieser Zeit negativ ist. Aufgrund einer hohen globalen Staatsverschuldung ist der Gleichgewichtszinssatz zwar höher als der natürliche Zinssatz, liegt jedoch für relativ risikofreie Anlagen nicht wesentlich über Null.[26] Weizsäckers These vom strukturellen Überangebot an privaten Ersparnissen ist eine Variante der von Bernanke bereits 2005 formulierten *Savings Glut – Hypothese*. Das Phänomen eines Überhangs des privaten Kapitalangebots über die private Realkapitalnachfrage wird als ein Strukturmerkmal aller hochentwickelter Volkswirtschaften (einschließlich Chinas), d. h. als ein globales Problem, diagnostiziert und steht nicht in direktem Zusammenhang mit der Finanzkrise. Die private ‚Sparschwemme' ist eher ein Charakteristikum einer Wohlstandsgesellschaft, d. h. hoher Einkommen und deutlich gestiegener Lebenserwartung aufgrund eines auch medizinischen Fortschritts. Sie kontrastiert daher mit dem in der These einer säkularen Stagnation zum Ausdruck kommenden Wachstumspessimismus.

Allerdings gelangen von Weizsäcker und Summers, wie vor ihnen bereits Keynes und Hansen, zu ähnlichen wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen um einer Sparschwemme bzw. einer säkularen Stagnation entgegenzuwirken. In einer Zeit, in der die Geldpolitik in ihren Wirkungsmöglichkeiten an ihre Grenzen stößt, besteht die beste Strategie, um die Wohlfahrtsverluste aufgrund einer Unterauslastung produktiver Ressourcen und eines stetig nach unten korrigierten Potentialwachstums zu vermeiden, darin die Staatsausgaben zur Förderung privater und insbesondere auch öffentlicher Investitionen zu erhöhen.

> „I find it hard to make a rational case against *a substantial increase in public investments* in Europe and in the United States. If I am right about secular stagnation it *is potentially the key to restoring reasonable growth*. If I am wrong it is merely borrowing money at zero to invest in projects than can be expected to earn a return of 5–10 percent". (*Summers* (2015), S. 64; meine Hervorhebungen)

Summers' Plädoyer für eine expansive Fiskalpolitik zur Finanzierung öffentlicher Investitionen steht im Einklang mit zeitlich parallel erhobenen Forderungen des Internationalen Währungsfonds. So erhebt der IMF (2014) eher die rhetorische Fragestellung „Is it time for an infrastructure push?" und

---

[25] Siehe u. a. *von Weizsäcker* (2014, 2015, 2016).

[26] Der Zusammenhang zwischen der Staatsverschuldung und niedrigen Zinsen wird auch von *Blanchard* (2019) in seiner kürzlich gehaltenen Presidential Address auf der Tagung der American Economic Association in Atlanta als Kernthema behandelt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

berechnet zugleich die erheblich positiven Wirkungen öffentlicher Infrastrukturinvestitionen auf das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, die so stark seien, dass sie die reale Schuldenbelastung reduzieren. Der IMF hat in den letzten Jahren nicht nur, aber insbesondere auch gegenüber Deutschland immer wieder die Forderung nach einer Erhöhung der öffentlichen Investitionsausgaben erhoben. In vielen hochentwickelten Volkswirtschaften ist eine langfristige Tendenz zu einer sinkenden Bruttoanlageinvestitionsquote, d. h. des Anteils der Bruttoanlageinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt zu diagnostizieren. In Deutschland ist der Rückgang der staatlichen Nettoanlageinvestitionsquote, die seit 2003 in vielen Jahren sogar negative Werte umfasste, besonders ausgeprägt.[27] Die stark nachlassende Dynamik bei den öffentlichen Investitionen gilt insbesondere für die Gemeinden, deren Anteil an den gesamten öffentlichen Investitionen von 52 Prozent im Jahr 1991 auf 36 Prozent im Jahr 2016 zurückgegangen ist. Die öffentliche Investitionsschwäche stellt einen wesentlichen Gegenwind (headwind) im Sinne von *Gordon* (2012, 2014, 2016) für eine bessere Entwicklung von Wachstum, Produktivität und Beschäftigung dar. Eine verstärkte öffentliche Investitionstätigkeit wäre nicht nur ein wesentlicher Beitrag zur Überwindung maroder materieller Infrastruktur wie Schienen, Brücken, Kanalschleusen, Schul- oder Universitätsgebäude, sondern zugleich auch der immateriellen Infrastruktur (Bildung, Forschung und Entwicklung). Darüber hinaus würden erhöhte öffentliche Investitionen einen Beitrag zur Korrektur der einseitigen Fixierung auf das Exportmodell leisten und wegen der voraussichtlichen Nebenwirkungen einer teilweisen Senkung der sehr hohen deutschen Leistungsbilanzüberschüsse auch die internationale Kritik verringern.

Der signifikant positive Zusammenhang zwischen staatlichen Investitionen und Wirtschafts- und Produktivitätswachstum ist schon in der US-amerikanischen Diskussion über die Ursachen der Abschwächung des Produktivitätswachstums in den 1970er und 1980er Jahren vor allem von David Aschauer betont worden. Dieser zeigt theoretisch wie empirisch in zahlreichen Studien[28] einen Zusammenhang zwischen einer schwachen öffentlichen Investitionstätigkeit und einem geringen Produktivitätswachstum auf. Öffentliches Infrastrukturkapital ist ein komplementärer Produktionsfaktor zu privatem Kapital. Dies bedeutet, dass von einer Erhöhung der öffentlichen Investitionen bzw. einem modernen öffentlichen Infrastrukturkapitalstock stimulierende Wirkungen auf die private Investitionstätigkeit und damit auf gesamtwirtschaftliches (Produktivitäts-)Wachstum ausgehen. Aschauer betonte die-

[27] Zu einer umfassenden empirischen Anlage vgl. Kapitel 3 in *Hagemann et al.* (2016).

[28] Vgl. u. a. *Aschauer* (1989a, b, 1990, 2000) sowie ausführlicher *Hagemann et al.* (2016, S. 133–145).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sen Zusammenhang vor allem hinsichtlich der Kern-Infrastruktur, wozu er ein modernes Verkehrssystem wie die Dichte und Qualität des Fernstraßen-, Schienen- und Flugnetzes ebenso zählt wie die Wasserversorgung und Abwasserbeseitigung sowie die Energieversorgung. Heute muss man zu dieser Kern- Infrastruktur zweifelsohne auch die Kommunikationsinfrastruktur wie digitale Netze rechnen, bei der die Bundesrepublik Deutschland im internationalen Vergleich seit längerem hinterherhinkt.

Interessanterweise hat Aschauer seine Überlegungen bereits in einer Phase deutlich höherer Zinssätze entwickelt. Im Gegensatz zu den seinerzeit häufig betonten „Crowding out"-Effekten privater Investitionen aufgrund eines Zinsanstiegs infolge schuldenfinanzierter Staatsausgaben betont er den „Crowding in"-Effekt öffentlicher Infrastrukturinvestitionen, die Anreize zu einer verstärkten privaten Investitionstätigkeit geben.

Dies gilt erst recht in einer Zeit, die durch sehr niedrige Zinssätze gekennzeichnet ist. Mangelhafte Investitionen in die digitalen Netze, in Verkehrsinfrastruktur, in Bildung und innovative Investitionen zum Umwelt- und Klimaschutz gehen vor allem auch zu Lasten künftiger Generationen. Öffentliche Investitionen in die Kerninfrastruktur sollten daher von der Schuldenbremse ausgenommen werden. Diesbezüglich ist von Weizsäcker trotz vieler Gemeinsamkeiten hinsichtlich einer expansiven Fiskalpolitik zur Finanzierung öffentlicher Investitionen in der gegenwärtigen Zeit niedriger Zinsen wesentlich klarer als Summers. Zwar betont auch dieser „that public investment, that would have been irrational at a high real interest rate, becomes rational at a lower rate" (*Summers* 2015, S. 64), ist jedoch skeptisch hinsichtlich der Erfolgsaussichten einer solchen Politik, wenn die Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung nicht gewährleistet sein sollte.[29]

Weizsäcker hat stets betont, dass eine staatliche Schuldenbremse unter den Bedingungen der Kapitalknappheit und hoher Zinssätze sinnvoll ist, in einer Zeit eines strukturellen Überschusses der privaten Ersparnisse über die privaten Investitionen und des damit verbundenen Problems mangelnder effektiver gesamtwirtschaftlicher Nachfrage jedoch eher schadet. Bereits 2010 betonte er: „Die Theorie, nach der private Investitionen durch staatliches Schuldenmachen verdrängt werden (Crowding-out) ist heute für Deutschland nicht mehr gültig." Vielmehr müsse der Staat in einer Situation, die langfristig durch einen negativen natürlichen Zinssatz (NNIM) gekennzeichnet ist, eine ähnlich stabilisierende Rolle als „borrower of last resort" spielen, wie es Bagehot hinsichtlich der Geld- und Finanzmärkte für die Zentralbank als „lender of last resort" formuliert habe. Daraus leitete er eine seiner Kernthesen ab:

[29] Vgl. *Rachel* und *Summers* (2019) sowie *Blanchard* (2019) zu der wichtigen Frage, ob der Zinssatz langfristig unterhalb (oder oberhalb) der Wachstumsrate liegen wird.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

„Das Keynes-Modell der effektiven Nachfrage ist eine geeignete Brücke, um von der These des negativen natürlichen Zinses im Rahmen des statischen NNIM-Modells zu einer Dynamik der unzureichenden Nachfrage zu kommen. Damit erhalten die Staatsschulden neben ihrer Globalsteuerungsfunktion auch noch eine Funktion im Kampf gegen eine permanente Unterauslastung der Ressourcen, indem sie geeignet sind, das gleichgewichtige Realzinsniveau auf einen nichtnegativen Wert anzuheben.“ (*von Weizsäcker* (2016), S. 260 f.)

Wie aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bekannt, ist die Summe der Finanzierungssalden der Sektoren private Haushalte, Unternehmen, Staat und Ausland definitorisch gleich Null. Da angesichts einer globalen Sparschwemme ein weiterer Kapitalexport ebenso unwahrscheinlich (und als Kehrseite der enorm hohen deutschen Leistungsbilanzüberschüsse auch nicht wünschenswert) ist wie eine Reduzierung der geplanten Ersparnisse der privaten Haushalte und eine deutliche Steigerung der privaten Investitionen, bleibt der Staat als einziger Akteur übrig, um über einen negativen Finanzierungssaldo die Lücke zu schließen. Insbesondere kreditfinanzierte zukunftsträchtige Investitionen in die Kern-Infrastruktur können stagnativen Tendenzen entgegenwirken. Dabei ist sowohl beim Kapazitätsaufbau wie z. B. auch bei der Besetzung öffentlicher Bauverwaltungen auf eine langfristige Verstetigung zu achten, um unproduktive Preiseffekte oder zeitliche Blockaden aufgrund kurzfristiger diskretionärer Politik zu vermeiden.

Die dauerhafte Stabilisierungsfunktion eines inhärent instabilen Systems kann der Staat aber nur ausüben, wenn er selbst dauerhaft stabil, d. h. nicht überschuldet ist. Während in einer Zeit hoher Zinsen eine zurückhaltende Verschuldungspolitik angemessen ist, gilt dies seit einiger Zeit nicht mehr. So waren im letzten Jahrzehnt die Zinsen bei geringer Inflation niedriger als die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate und werden es voraussichtlich auf absehbare Zeit bleiben. Bei einer derartigen Konstellation, insbesondere bei negativen Zinsen, führt eine übermäßige und inflexible restriktive Schuldenpolitik wie die in Artikel 109 des Grundgesetzes verankerte Schuldenbremse (die die gegenwärtig vorherrschende Möglichkeit ignoriert, dass die Zinsen auf liquide und sichere Anlagen niedriger sind als die Wachstumsrate) nicht nur zu einer langfristigen Tendenz der Staatsschuldenquote (Anteil der gesamten Staatsschulden am Bruttoinlandsprodukt) gegen Null, sondern, damit einhergehend, auch zu einem Wohlfahrtsverlust, solange die Zinsen niedriger sind als die Wachstumsrate. Wie von Weizsäcker in den letzten Jahren immer wieder betont, erfüllen kreditfinanzierte Staatsausgaben zur Verbesserung der materiellen und immateriellen Infrastruktur in Zeiten eines negativen natürlichen Zinssatzes die systemstabilisierende Funktion, den Gleichgewichtszins näher an die Wachstumsrate heranzuführen, zumindest jedoch aus dem negativen Bereich herauszuführen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wie bereits in dem vorhergehenden Zitat von *Summers* (2015, S. 62 f.) zum Ausdruck kommt, spielt die „zero lower bound" eine zentrale Rolle für dessen „neue" säkulare Stagnations-Hypothese. Da die nominalen Zinsen kaum dauerhaft unter Null gesenkt werden können[30], sind die Möglichkeiten einer expansiven Geldpolitik eine unzureichende effektive gesamtwirtschaftliche Nachfrage erfolgreich zu bekämpfen äußerst beschränkt. Die bereits zuvor von Krugman (1998) wiederbelebte Keynessche „Liquiditätsfalle" ist in Gestalt der „zero lower bound" bedeutsam für die Begründung der Stagnationstendenz. Zwar betont auch Summers (2014c, S. 72) that, „if the natural real rate of interest has declined, then it is appropriate to reduce the actual real rate of interest, so as to permit adequate economic growth". Zugleich betont er jedoch die Risiken und Gefahren von Vermögenspreisblasen, Finanzinstabilitäten und mangelnder Nachhaltigkeit einer zu expansiven Geldpolitik.

> „Even if the zero interest rate constraint does not literally bind, there is the possibility that the positive interest rate consistent with full employment is not consistent with financial stability. Low nominal and real interest rates undermine financial stability in various ways. They increase risk-taking as investors reach for yield, promote irresponsible lending as coupon obligations become very low and easy to meet, and make Ponzi financial structures more attractive as interest rates look low relative to expected growth rates. So it is possible that even if interest rates are not constrained by the zero lower bound, efforts to lower them to the point where cyclical performance is satisfactory will give rise to financial stability problems. Something of this kind was surely at work during the 2003–2007 period." (*Summers* (2014b, S. 32–33).

Keinen Zweifel lässt Summers daran, dass ein fiskalischer Impuls über eine verstärkte öffentliche Investitionstätigkeit notwendig ist und zugleich die langfristige Staatsschuldenquote eher reduziert als erhöht (Ibid, S. 73). *Rachel* und *Summers* (2019) heben hervor, dass expansive Fiskalpolitik in der letzten Generation die realen Zinssätze um einige hundert Basispunkte angehoben hätte. Ohne die damit verbundenen Budgetdefizite (die in den USA allerdings in großem Maße auch Folge von Steuersenkungen sind) in Reaktion auf die großen Überschüsse privater Ersparnisse über private Investitionen wären die realen Zinssätze in den hochentwickelten Ländern noch weit stärker gefallen.[31] Rachel und Summers betonen, dass die Privatwirt-

---

[30] Die negativen Zinsen der Europäischen Zentralbank in den vergangenen Jahren haben eine Reihe von Verwerfungen zur Folge gehabt.

[31] Gemäß den Berechnungen von Rachel und Summers sind die neutralen realen Zinssätze seit den 1970er Jahren um ca. 700 Basispunkte gefallen, die realen Zinssätze dagegen nur um ca. 300 Basispunkte.

Ohne nähere Begründung sprechen die Verfasser nunmehr vom *neutralen* statt vom *natürlichen* Zinssatz. Vermutlich folgen sie *Keynes* ([1936] 1973, S. 242–3), der sich in der *General Theory* vom Wicksellschen Begriff des natürlichen Zinssatzes absetzt,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schaft in einem Unterbeschäftigungsgleichgewicht verharren würde, wenn die realen Zinssätze nicht unter null fallen können. Ihrer Ansicht nach besteht der Unterschied in der Aufrechthaltung eines hohen Beschäftigungsniveaus in den vergangenen Jahren zwischen den USA und Japan einerseits sowie der Bundesrepublik Deutschland andererseits nur darin, dass die USA und Japan dies durch hohe Budgetdefizite erreicht hätten, Deutschland dagegen durch hohe Leistungsbilanzüberschüsse. Es bedarf wohl einer US-amerikanischen Perspektive, um nur die Nachhaltigkeit der deutschen Variante in Frage zu stellen.

IV. Die unmittelbare Reaktion amerikanischer Kollegen auf Summers: Krugman, Gordon und Eichengreen

Paul Krugman, Robert J Gordon und Barry Eichengreen gehören zu den wichtigsten amerikanischen Kollegen, die (im Teulings-Baldwin-Band bzw. im Panel der AEA) unmittelbar auf Summers' neue säkulare Stagnationshypothese reagieren und dabei unterschiedliche Akzente setzen.

Krugman sieht vor allem drei Gründe, um das Gespenst einer drohenden säkularen Stagnation ernst zu nehmen. Dabei ist es nicht erstaunlich, dass *Krugman* (2014, S. 62) als erstes betont, that „[t]he zero lower bound matters much more than we thought" und „that the liquidity trap is becoming the new normal", war er es doch selbst, der im Kontext der Diskussion der anhaltenden japanischen Wirtschaftskrise auf die Rückkehr der Keynesschen ‚Liquiditätsfalle' hingewiesen hatte (*Krugman* 1998). Zwar habe er selbst in seinem Blog in der New York Times[32] bereits früher die drohende Stagnationsgefahr erwähnt, Summers gebühre aber das Verdienst in seiner Rede vom 8. November 2013 auf der IMF-Jahrestagung mit dem notwendigen Nachdruck auf dieses Kernproblem einer beharrlich unzureichenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage verwiesen zu haben.

Als zweites betont Krugman den Trend fallender realer Zinssätze in der Zeit der ‚Great Moderation', den es insbesondere in den USA schon lange vor dem Ausbruch der Finanzkrise und der Großen Rezession gegeben habe. Dies habe zu einer „liquidity-trap-prone economy" (Ibid, S. 64) geführt. Für die Periode nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 wird das Niveau der realen Zinssätze mit durchschnittlich minus 1 Pro-

---

da es für jedes hypothetische Niveau der Beschäftigung einen unterschiedlichen natürlichen Zinssatz gibt und stattdessen zum *neutralen* (bzw. optimalen) Zinssatz übergeht, der im Gleichgewicht vorherrscht, wenn Produktion (Output) und Beschäftigung derart sind, dass die Beschäftigungselastizität gleich Null ist.

32 Siehe *Krugman*, Bubbles, Regulation and Secular Stagnation. *The New York Times* vom 25. September 2013.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zent spezifiziert. In einer derartigen Konstellation steigt die Gefahr von Vermögensblasen und finanzieller Instabilität. Nach dem Platzen der Blase kommt es zu einer *balance sheet recession* im Sinne von *Richard Koo* (2014). Unternehmen und private Haushalte versuchen verstärkt ihre Schulden zurückzuzahlen. Obwohl dies mikroökonomisch rational ist, führt dieses Verhalten gesamtwirtschaftlich zu einem Mangel an effektiver Nachfrage, wodurch sich die Rezession verschärft.

Die dritte von Krugman, unter explizitem Bezug auf Hansen, beschriebene Ursache eines demographisch bedingten Rückgangs der Erwerbspersonen sieht Krugman vor allem für Japan und insbesondere die Eurozone als gegeben an. Gerade das japanische Beispiel, mit dem er sich selbst intensiver auseinandergesetzt hat, zeige dass selbst „unconventional policies have problems dealing with secular stagnation" (Ibid, S. 65). Gibt es womöglich eine „timidity trap", wenn die Zentralbank an einem 2 Prozent-Inflationsziel festhält, wo doch die Wirtschaft ein 4 Prozent-Ziel benötige? Hier zeigt sich bei Krugman, ebenso wie z. B. auch bei Blanchard, dass bei US-amerikanischen Ökonomen Inflationsängste und Präferenzen für eine weniger expansive Geldpolitik deutlich geringer ausgeprägt sind als dies in Deutschland der Fall ist. Gleichwohl bleibt auch dieser makroökonomische Artist in der wirtschaftspolitischen Zirkuskuppel ratlos und schließt seine Analyse mit der Aussage: „The crucial point, for now, is that the real possibility that we've entered an era of secular stagnation requires a major rethinking of macroeconomic policy" (Ibid, S. 67).

Summers' neue säkulare Stagnations-Hypothese analysiert ein Problem unzureichender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage. Dem stellt Gordon (2015) explizit seine angebotstheoretische Sichtweise entgegen:

> „Yet, the conditions of aggregate demand and supply in 2015 are the *mirror image of* those when *Hansen* wrote. The nation in 1938 faced a crisis of woefully inadequate aggregate demand but not of aggregate supply, because the underlying rate of productivity growth in the late 1930s was as fast as at any time in US economic history. *In contrast, in early 2015 the output gap is small and shrinking, while productivity growth over the past five years has been only a fraction of the rate achieved in the late 1930s.*" (*Gordon* (2015), S. 54; meine Hervorhebungen)

Gordon, der bereits in der New Economy-Debatte der späten 1990er und frühen 2000er Jahre die Rolle des exponiertesten Skeptikers einnahm und die Beschleunigung des Produktivitätswachstums in den USA in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre weitgehend als temporäres konjunkturelles Phänomen ansah, recycelt und elaboriert nun im Rahmen der von Summers angestoßenen Stagnationsdebatte einen Großteil seiner früheren Argumente, die er in einem umfangreichen Werk *The Rise and Fall of American Growth* (*Gordon* 2016) zusammenfasst. Darin vergleicht er das verlangsamte Wachstum der modernen US-Wirtschaft mit dem Fortbewegungstempo einer

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schildkröte.[33] So sei selbst trotz des starken Rückgangs der Arbeitslosenquote von 10 auf 6 Prozent in den USA in den Postrezessionsjahren 2010 bis 2014 das reale Bruttoinlandsprodukt nur mit jahresdurchschnittlich 2,4 Prozent gestiegen, da es zu dem (bereits von Summers hervorgehobenen) unerwarteten Rückgang in den Partizipationsraten auf dem Arbeitsmarkt gekommen sei.

Der langfristige Rückgang der Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts[34] habe direkte Auswirkungen hinsichtlich eines geringen Anstiegs im durchschnittlichen Lebensstandard und indirekt negative Konsequenzen für die Nettoinvestitionstätigkeit, die wiederum Feedback-Effekte hinsichtlich eines geringeren Produktivitätswachstums habe. In dieser Abschwächung des langfristigen Produktivitätswachstums erkennt Gordon das zentrale Problem. Dementsprechend konzentriert er sich auf die Analyse der Ursachen des abgeschwächten Produktivitätswachstums.[35] Gordon zufolge hat die digitale Revolution die Zone sinkender Grenzerträge erreicht. So diagnostiziert er auch ein Verschwinden des Mooreschen Gesetzes nach 2006 und stellt sich in expliziten Gegensatz zu den Technooptimisten[36], wie Brynjolfsson/McAfee oder Mokyr, who „are whistling in the dark, ignoring the rise and fall of TFP growth over the past 120 years. The techno-optimists ignore the headwinds, seeming ostrich- like in their refusal to face reality“ (*Gordon* 2014, S. 57).

Im Vergleich zu seinem Disput mit den Techno-Optimisten ist Gordons Abgrenzung und Kritik gegenüber Summers vergleichsweise moderat. So betont Gordon (2014, S. 48), dass Summers und er sich auf unterschiedliche Aspekte des US-amerikanischen Wachstumsdilemmas fokussieren und damit eher eine komplementäre Perspektive einnehmen: „His analysis concerns the demand side… In contrast, my version of slow future growth refers to potential output itself“. Die von Summers diagnostizierte Outputlücke sei in Wirklichkeit viel geringer und eher ein Problem des geringen Potentialwachstums. Dieses resultiere aus einem niedrigeren Bevölkerungswachstum und sinkenden Partizipationsraten am Arbeitsmarkt, was die Realkapitalbildung und

---

33 Gordons Botschaft hat es in bildlicher Form auch auf die Titelseite des *Economist* vom 19. Juli 2014 geschafft.

34 Siehe z. B. die Tabelle bei *Gordon* (2015, S. 55).

35 Zu den von *Gordon* (2012,2016) spezifizierten und näher untersuchten Gegenwinden (‚headwinds‘) gehören insbesondere die demographische Entwicklung, eine zunehmende Ungleichheit und Verschuldung sowie die damit verbundene Kostenkrankheit, die zu einer Stagnation bei höheren Bildungsabschlüssen geführt hat.

36 Diese wiederum halten Gordon veraltete Methoden zur Messung des Wirtschafts- und Produktivitätswachstums entgegen, die für die „wheat and steel economy“ konzipiert worden, aber für eine moderne Wissensgesellschaft unpassend seien.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

damit indirekt das Produktivitätswachstum beeinträchtige. *Gordon* (2015, S. 58) gelangt zu der Schlussfolgerung: „In the end, secular stagnation is not about just demand or supply but also about the interaction between demand and supply“.

Während die letzte Aussage unbestreitbar richtig ist, lässt Gordon selbst bei seiner scharfen Unterscheidung zwischen einer nachfrageinduzierten Outputlücke und dem von ihm betonten geringen angebotsseitigen Potentialwachstum einen zentralen Aspekt dieser Interaktion außer Betracht. Eine realistische Investitionsfunktion sollte sowohl eine Profitkomponente als auch eine Nachfragekomponente (Akzelerationsprinzip) enthalten. Vollbeschäftigung setzt zwei Bedingungen voraus: eine ausreichende effektive gesamtwirtschaftliche Nachfrage und eine ausreichende Produktionskapazität. Ein zu geringes Wachstum der Produktionskapazitäten kann die Folge fehlender profitabler Investitionsmöglichkeiten sein und damit zu „neoklassischer Arbeitslosigkeit“ führen. Es kann aber auch die Folge einer Unterauslastung vorhandener Produktionskapazitäten aufgrund einer zu geringen effektiven gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sein. Die daraus resultierende Arbeitslosigkeit ist „keynesianischer“ Natur. Gerade der von *Summers* (2014b, S. 28–29) vorgenommene Vergleich zwischen dem aktuellen und dem potentiellen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in den USA, in der Eurozone und in Japan im Zeitraum 2007–2014 zeigt sehr gut auf, wie die Unterauslastung der Produktionskapazitäten aufgrund mangelnder effektiver Gesamtnachfrage, d. h. die Outputlücke, mittelfristig zu einer deutlichen Korrektur des Potentialwachstums nach unten (und damit indirekt zu einer geringeren Outputlücke) geführt hat, die mit Wohlfahrtsverlusten verbunden ist.

Gordons pessimistische Stimme gegenüber einer dauerhaften Beschleunigung des Produktivitätswachstums aufgrund der Einführung und Anwendung moderner Informations –und Kommunikationstechnologien war von einer heilsamen Wirkung gegen manche Exzesse und Übertreibungen in der Zeit der New Economy – Hype. Allerdings neigt auch Gordon in seinem Skeptizismus zu Übertreibungen. *Kurz* (2018, S. 77) ist zuzustimmen, wenn er feststellt, dass angesichts hoher Ausgaben für Forschung und Entwicklung in den führenden Volkswirtschaften „die These des ausbleibenden technischen Fortschritts mit Argwohn betrachtet werden“ sollte. Dies gilt ebenso für das andere Extremszenario einer drohenden hohen technologischen Arbeitslosigkeit aufgrund der digitalen Revolution.

Vor diesem Hintergrund pessimistischer Szenarien können die langfristigen Betrachtungen eines erfahrenen Wirtschaftshistorikers wie Barry Eichengreen hilfreich sein. Dieser stellt in einem seiner Beiträge ein Fazit voran: „Pessimists have been predicting slowing rates of invention for centuries, and they have been consistently wrong“ (*Eichengreen* 2014, S. 41). Hinsicht-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lich der Wirkungen fundamentaler technischer Neuerungen auf das gesamtwirtschaftliche Wirtschafts- und Produktivitätswachstum müsse unterschieden werden zwischen Basisinnovationen, die sektoral beschränkte Wirkungen haben, und Allzwecktechnologien, die direkt und/oder indirekt die gesamte Volkswirtschaft durchdringen. So habe die Anwendung des mechanischen Webstuhls und der Dampfmaschine bis in die 1830er Jahre enorme positive Wirkungen auf Output –und Produktivitätswachstum in der Textilindustrie entfaltet, darüber hinaus aber nur auf wenige andere Bereiche. Im Gegensatz dazu haben die Elektrizität und der Verbrennungsmotor zwar viel weiterreichende Wirkungen entfaltet, wegen zeitintensiver Transmissionskanäle und des Aufbaus umfassender Netzwerkstrukturen (bei gleichzeitiger Zerstörung bestehender technologischer Komplementaritäten) hat dieser Prozess jedoch viel länger gedauert, was auch das verzögerte Produktivitätswachstum in den USA von den 1890er in die 1920er Jahre erkläre.[37] Ähnliche Disruptionsprozesse bestehender Zusammenhänge wirtschaftlicher Aktivitäten werden durch die aktuelle Welle neuer Technologien in vielen zentralen Bereichen der Volkswirtschaft hervorgerufen, was zum gegenwärtig enttäuschenden Produktivitätswachstum führe. „But once a broad range of adaptations is complete, productivity growth will accelerate. The current slow rate of productivity growth is, in this view, a harbinger of better times to come“ (*Eichengreen* 2015, S. 70). Während er Gordon bezüglich der relativ geringen gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der Computerrevolution eher zustimmt, da die Anwendung vor allem auf Handel und Finanzen sowie die Produktion von Computern beschränkt gewesen sei (*Eichengreen* vernachlässigt hier den Einsatz von IKT-basierten Industrierobotern in der Industrieproduktion), hängen die zukünftigen Wirkungen vor allem von einer umfassenden Breite der Anwendungen ab.

Hinsichtlich der Entwicklung von Ersparnissen und Investitionen sowie ihres Verhältnisses zueinander setzt Eichengreen einige zusätzliche interessante Akzente. So sieht er die globale Sparschwemme als ein temporäres Phänomen von den späten 1990er Jahren bis zum Ausbruch der Finanzkrise an, das vor allem durch den starken Anstieg der chinesischen Ersparnisse hervorgerufen sei, mit dem dortigen Konsumnachholbedarf sich jedoch relativiere.[38] Auch müsse Hansens altes Argument zumindest in Frage gestellt werden, da ein geringeres Bevölkerungswachstum und ein längeres Lebensalter gemäß Modiglianis Lebenszyklushypothese eher zu niedrigeren Ersparnissen und damit tendenziell zu einem Zinsanstieg führen würden.

---

[37] Siehe *Eichengreen* (2015, S. 69–70).

[38] „And looking ahead, with China rebalancing its economy towards consumption, there is every reason to think that the global saving rate will come down“ (*Eichengreen* 2014, S. 43).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auf der Investitionsseite stellt der Wirtschaftshistoriker, der die Frage untersucht „What does history have to say about the dangers of secular stagnation?“ (*Eichengreen* 2015, S. 66) zunächst fest, dass das langfristige Investitionsverhalten der USA mit einem steilen Anstieg der Investitionsquote in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts starke Parallelen mit modernen nachholenden Volkswirtschaften aufweist. Richtig dramatisch sei allerdings der sinkende relative Preis für Kapitalgüter in den Jahrzehnten nach 1980. „With less investment spending chasing the same savings, the result can be lower real interest rates and a chronic excess of desired saving over desired investment“ (Ibid, S. 67).

Gleichwohl hält Eichengreen ein Stagnationsproblem keineswegs für unvermeidbar, sondern im Fall der USA für „self-inflicted“ (*Eichengreen* 2014, S. 45) an. Die drohende Stagnationsgefahr könne durch höhere Investitionen in die öffentliche Infrastruktur sowie in Bildung, Forschung und Entwicklung erfolgreich bekämpft werden. Diese Botschaft verbindet Eichengreen mit Summers, von Weizsäcker und allen einsichtigen Wirtschaftswissenschaftlerinnen und Wirtschaftswissenschaftler.

Literatur

Anselmann, Christina (2019): Secular Stagnation Theories. A Historical and Contemporary Analysis with a Focus on the Distribution of Income, Dissertation, Stuttgart-Hohenheim.

Aschauer, David A. (1989a): Does Public Capital Crowd Out Private Capital? Journal of Monetary Economics, 24(2), S. 171–188.

– (1989b): Is Public Expenditure Productive? Journal of Monetary Economics, 23(2), S. 177–200.

– (1990): Why Is Infrastructure Important? In A. H. Munnell (Hrsg.), Is There a Shortfall in Public Capital Investment? Proceedings of a Conference Held at Harwich Port, Massachusetts, in June 1990. Conference Series No. 34, S. 21–50. Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston.

– (2000): Public Capital and Economic Growth. Issues of Quantity. In Finance and Efficiency. Economic Development and Cultural Change, 48, S. 391–406.

Backhouse, Roger E. (2019): Alvin Harvey Hansen, in R. W. Dimand und H. Hagemann (Hrsg.), The Elgar Companion to John Maynard Keynes, Cheltenham, UK und Northampton, Mass., USA: Edward Elgar, S. 451–455.

Backhouse, Roger E./*Boianovsky*, Mauro. (2016a): Secular Stagnation: The History of a Macroeconomic Heresy. European Journal of the History of Economic Thought, 23(6), S. 946–970.

– (2016b): Theories of Stagnation in Historical Perspective. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, 13(2), S. 147–159.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bernanke, Ben S. (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 10.

Blanchard, Olivier (2019): Public Debt and Low Interest Rates, AEA Presidential Lecture, American Economic Review, 109 (4), S. 1197–1229.

Blanchard, Olivier/*Summers*, Larry H. (1986): Hysteresis and the European Unemployment Problem. In S. Fischer (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual Band 1, Cambridge, MA: MIT Press, S. 15–78.

Eichengreen, Barry (2014): Secular Stagnation: A Review of the Issues. In C. Teulings & R. Baldwin (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, London: CEPR Press, S. 41–46.

– (2015): Secular Stagnation: The Long View. American Economic Review, 105(5), S. 66–70.

Glaeser, Edward L. (2014): Secular Joblessness. In C. Teulings und R. Baldwin (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, London: CEPR Press, S. 69–80.

Gordon, Robert J. (2012): Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. NBER Working Paper No. 18315. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. August.

– (2014): The Turtle's Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds. In C. Teulings und R. Baldwin (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, London: CEPR Press, S. 47–59.

– (2015): The Economics of Secular Stagnation. Secular Stagnation: A Supply-Side View. American Economic Review, 105(5), S. 54–59.

– (2016): The Rise and Fall of American Growth. The U.S. Standard of Living since the Civil War. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Hagemann, H./*Erber*, G./*Geiger*, N./*Schwarzer*, J./*Zwiessler*, O. (2016): Wachstums- und Investitionsdynamik in Deutschland. Marburg: Metropolis.

Hansen, Alvin H. (1937): Review of Bevölkerungswellen und Wechsellagen by August Lösch. Journal of the American Statistical Association, 32(199), S. 601–602.

– (1938): Full Recovery or Stagnation? New York: Norton.

– (1939): Economic Progress and Declining Population Growth. The American Economic Review, 29(1), S. 1–15.

– (1941): Fiscal Policy and Business Cycles. London: Allen and Unwin.

– (1946): Some Notes on Terborgh's ‚The Bogey of Economic Maturity'. The Review of Economics and Statistics, 28(1), S. 13–17.

– (1954): Growth or Stagnation in the American Economy. The Review of Economics and Statistics, 36(4), S. 409–414.

Higgins, Benjamin (1946): The Doctrine of Economic Maturity. The American Economic Review, 36(1), S. 133–141.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

– (1948): Concepts and Criteria of Secular Stagnation. In L. A. Metzler, E. D. Domar, J. S. Duesenberry, B. Higgins, R. M. Goodwin, P. A. Samuelson, D. McCord Wright, S. S. Alexander, H. S. Perloff, R. A. Musgrave, A. P. Lerner, W. F. Stettner, E. C. Brown, R. L. Bishop, J. T. Dunlop, & A. Bourneuf (Hrsg.), Income, Employment and Public Policy: Essays in Honor of Alvin H. Hansen. New York, NY: W. W. Norton & Company, S. 82–107.

– (1950a): The Concept of Secular Stagnation. The American Economic Review, 40(1), S. 160–166.

– (1950b): The Theory of Increasing Under-Employment. The Economic Journal, 60(238), S. 255–274.

IMF (2014): Is it time for an infrastructure push? The Macroeconomic Effects of Public Investment. In World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties, S. 75–112. Washington, DC: International Monetary Fund.

Keynes, John Maynard ([1919] 1971): The Economic Consequences of the Peace. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume II. London und Basingstoke: Macmillan.

– ([1930] 1972): Economic Possibilities for Our Grandchildren. In The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume IX: Essays in Persuasion. London und Basingstoke: Macmillan und Cambridge University Press, S. 321–332.

– ([1936] 1973): The General Theory of Employment, Interest and Money. In The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume VII: The General Theory of Employment, Interest and Money. London, Basingstoke, und New York, Macmillan und Cambridge University Press.

– ([1937] 1973): Some Economic Consequences of a Declining Population. The Eugenics Review 29(1), S. 13–17, wiederabgedruckt in D. Moggridge (Hrsg), The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XIV: The General Theory and After (Part II: Defence and Development). London und Basingstoke: Macmillan, S. 124–133.

– ([1943] 1980): The Long-Term Problem of Full Employment. In The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XXVII: Activities 1940–1946. Shaping the Post-War World: Employment and Commodities, Cambridge: Cambridge University Press, S. 320–325.

Klein, Lawrence R. ([1947a][2] 1966): The Keynesian Revolution. New York: Macmillan.

– (1947b): Theories of Effective Demand and Employment. Journal of Political Economy, 55(2), S. 108–131.

Koo, Richard C. (2014): Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. In C. Teulings and R. Baldwin (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. London: CEPR Press, S. 131–142.

Krugman, Paul (1998): It's Baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. Brookings Papers on Economic Activity. 29(2), S. 137–206.

– (2014): Four Observations on Secular Stagnation. In C. Teulings & R. Baldwin (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. London: CEPR Press, S. 61–68.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kurz, Heinz D. (2018): Das Gespenst säkularer Stagnation. Marburg: Metropolis Verlag.

Lösch, August (1936): Bevölkerungswellen und Wechsellagen im Deutschen Reich von 1871 bis 1910. Jena: Gustav Fischer.

– (1937): Population Cycles as a Cause of Business Cycles. The Quarterly Journal of Economics, 51(4), S. 649–662.

– (1938): Das Problem einer Wechselwirkung zwischen Bevölkerungs- und Wirtschaftsentwicklung. Weltwirtschaftliches Archiv, 48(1938), S. 454–469.

Mackie, J. (2001): In Memoriam: Professor Benjamin Higgins, 1912–2001, Bulletin of Indonesian Economic Studies. 37(2), S. 183–188.

Pigou, Arthur Cecil (1943): The Classical Stationary State. The Economic Journal, 53(212), S. 343–351.

Rachel, Lukasz/*Summers*, Lawrence H. (2019): On falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation. Brookings Papers on Economic Activity, March 4, S. 1–66.

Samuelson, Paul A. (1976): Alvin Hansen as a Creative Economic Theorist. The Quarterly Journal of Economics, 90(1), S. 24–31.

Schumpeter, Joseph A. (1939): Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process, 2 Bde, New York. McGraw Hill.

– (1942): Capitalism, Socialism and Democracy. New York, NY und London: Harper Brothers, 2. Aufl. 1947.

– (1946): John Maynard Keynes 1883–1946. American Economic Review. 36(4), S. 495–518; wiederabgedruckt in J.A. Schumpeter. Ten Great Economists, From Marx to Keynes. New York 1951: Oxford University Press, S. 260–291.

– (1954): History of Economic Analysis. New York, NY: Oxford University Press.

Spahn, Peter (2016): Streit um die Makroökonomie. Theoriegeschichtliche Debatten von Wicksell bis Woodford. Marburg: Metropolis.

Steindl, Josef ([1952] 1976): Maturity and Stagnation in American Capitalism (with a New Introduction by the Author). New York, NY and London: Monthly Review Press.

Summers, Lawrence H. (2013): Speech at the IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, November 8, 2013. Washington, DC. International Monetary Fund.

– (2014a): Low Equilibrium, Real Rates, Financial Crisis, and Secular Stagnation. In M. N. Baily & J. B. Taylor (Hrsg.), Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis. Stanford, CA: Hoover Institution Press, S 37–50.

– (2014b): Reflections on the ‚New Secular Stagnation Hypothesis‘. In C. Teulings & R. Baldwin (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. London: CEPR Press, S. 27–38.

– (2014c): U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics, 49(2), S. 65–73.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

– (2015): Demand Side Secular Stagnation. American Economic Review, 105(5), S. 60–65.

– (2016a): Secular Stagnation and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 98(2), S. 93–110.

– (2016b): The Age of Secular Stagnation: What It Is and what to Do about It. Foreign Affairs, 95-2 (March–April), S. 2–9.

– (2018): Secular Stagnation and Macroeconomic Policy. IMF Economic Review, 66(2), S. 226–250.

Teulings, Coen/*Baldwin*, Richard (Hrsg.) (2014): Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, London: CEPR Press.

Turner, Frederick Jackson (1921): The Frontier in American History, New York: Henry Holt.

von Weizsäcker, Carl Christian (2010): Das Janusgesicht der Staatsschulden, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 4. Juni, S. 12.

– (2014): Public Debt and Price Stability, German Economic Review 15, S. 42–61.

– (2015): Kapitalismus in der Krise? – Der negative natürliche Zins und seine Folgen für die Politik, Perspektiven der Wirtschaftspolitik. 16, S. 189–212.

– (2016): Das Ende der Kapitalknappheit und sein Verhältnis zur Keynes’schen Theorie, List Forum, 41(2), S. 233–262.

Wicksell, Knut (1898): Geldzins und Güterpreise. Jena: Gustav Fischer.

Woodford, Michael (2003): Interest and Prices. Princeton, NY: Princeton University Press.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bevölkerungswachstum, Ersparnis, Zins und Stagnation: Zur Diskussion um das Eggertsson-Mehrotra-Modell

Von *Peter Spahn*, Stuttgart-Hohenheim*

I. Einleitung: Zur Logik von Stagnationsproblemen

Der seit Jahren zu beobachtende Verfall der Zinsen an den Finanzmärkten gilt als Ausdruck einer anhaltenden Wachstumsschwäche. *Eichengreen* (2015) *definiert* Stagnation sogar über eine Tendenz sinkender Realzinsen, obgleich vor dem Hintergrund üblicher Investitionstheorien eher eine Phase *hoher* Realzinsen als Wachstumsbremse anzusehen ist.[1] Diesen vermeintlichen Widerspruch kann man durch den Verweis auf Ertragserwartungen auflösen: Sind diese sehr niedrig oder negativ, kann auch ein Nullzins zu hoch sein.

Aber damit lässt sich kein Konsens zum Verständnis des Stagnationsproblems herstellen. Die Debatte über dieses Phänomen war immer auch von einer etwas häretischen Note gekennzeichnet, heterodoxe und politische Argumente spielten eine große Rolle (*Backhouse*/*Boianovsky* 2015). Nahezu jeder große Ökonom hat der Nachwelt ein Stagnationstheorem hinterlassen; und natürlich war dieses analytisch verknüpft mit dem jeweilig vertretenen theoretischen Weltbild. „Secular stagnation […] is an economist's Rorschach Test. It means different things to different people" (*Eichengreen* 2014: 41). Auf den ersten Blick kann man zwei grundsätzlich konträre Ansätze unterscheiden:

(1) Im weitesten Sinne der klassischen Ökonomie zugeordnete Autoren betonten knappe Produktionsfaktoren und Grenzen der Substitution als drohende Angebotsbeschränkungen für das Wirtschaftswachstum. Ricardos Szenario einer limitierenden Bodenknappheit schien mit den Anfängen der Energiekrise eine Renaissance zu erleben. Sein Argumentationsmuster − eine „unersetzliche" Ressource ist nur zu überproportional steigenden Kosten zu

---

* Überarbeitete Fassung des Tagungsreferates. Für kritische und konstruktive Hinweise danke ich insbesondere den Kollegen Caspari, Hesse, Kurz, Nellinger, Rieter, Rosner, Schmidt, Trautwein und von Weizsäcker.

[1] Die Hochzinsphase zu Beginn der 1980er Jahre brachte so ebenfalls das Stagnationsthema auf die Tagesordnung (*Matthews* 1982, *Streißler* 1983).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

reproduzieren − spiegelt sich in auch in verwandten Stagnationshypothesen wider: Nach *Vogt* (1973) werden privatwirtschaftlich nicht rentabel zu erstellende Vorleistungen für den volkswirtschaftlichen Prozess vom Staat übernommen und erzeugen hier ein unüberwindliches Finanzierungsproblem.[2] Eine gesellschaftstheoretische Verallgemeinerung dieses Ansatzes betont, dass der Kapitalismus historisch von sozial-kulturellen Bestandsvoraussetzungen zehre, die er selbst nicht zu reproduzieren imstande sei (*Schumpeter* 1942: 219 ff., *Bell* 1973: 351 ff.).

(2) Im Gegensatz dazu wurde Stagnation oft auch als ein Sättigungsphänomen betrachtet. Dieses − vermeintliche − Ende der Knappheit zeigt dann keinen wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf an, auch nicht auf dem Arbeitsmarkt: Denn wer nicht mehr konsumieren möchte, will auch nicht mehr arbeiten. *Keynes* (1930) sprach zunächst davon, dass die Menschheit in hundert Jahren mit Hilfe von Kapitalakkumulation und technischem Fortschritt die grundlegenden ökonomischen Probleme lösen werde. In der *General Theory* betonte er dagegen, dass die mögliche Kapitalsättigung durch die retardierenden Kräfte eines liquiditätstheoretisch bestimmten Zinssatzes behindert wird (*Keynes* 1936: 183 ff., 203, *Hayes* 2006: 146 ff.). Die These einer Sättigung materieller Bedürfnisse und die Hinwendung zu einer Dienstleistungsgesellschaft ist in der Wirtschaftsgeschichte immer wieder postuliert worden.

Beiden Ansätzen sind grundsätzliche Schwächen vorgehalten worden. Das knappheitstheoretische Szenario unterschätzt die Kräfte der Substitution und des technischen Fortschritts (*Streißler* 1980), die tradierte Sättigungsthese diejenigen von Innovation und Evolution (*Schumpeter* 1942: 185 ff., *Witt* 2001). Im Nachgang der Finanzkrise haben schwache Wachstumszahlen und niedrige Zinsen gleichwohl zu einer Rückbesinnung auf i. w. S. keynesianische Stagnationstheorien geführt (*Summers* 2014); dabei wurde auch auf die Gefahr ausbleibender technologischer Revolutionen verwiesen (*Gordon* 2012). Es ist allerdings fragwürdig, ob man Stagnation als ein weltumspannendes Problem bezeichnen sollte; ein Blick auf die Wachstumsdaten legt die These nahe, dass möglicherweise europaspezifische Faktoren eine größere Rolle spielen (*Abbildung 1*).

Immerhin ist der Rückgang der Zinsen eine weltweit zu beobachtende Tendenz. In vielen Debatten geht es um die These eines Sparüberschusses, der nach verbreiteter Meinung naturgemäß sinkende Zinsen hervorbringt. Als zentraler Faktor einer Konsumschwäche wurde schon früh der Rückgang des

[2] Im Hintergrund dieser Neuinszenierung des ricardianischen Dilemmas steht das Kostenkrankheitsmodell von *Baumol* und *Bowen* (1966): Der Anbieter dieser Vorleistungen muss mit dem allgemeinen Produktivitätswachstum steigende Löhne zahlen und gelangt so in eine Profitabilitätsklemme.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

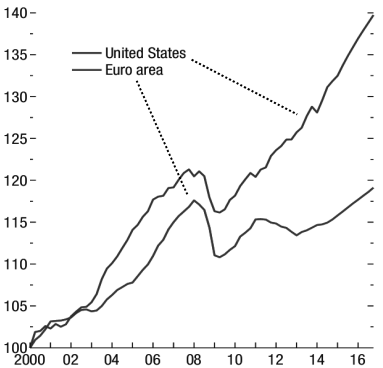


Abbildung 1: Index des realen Bruttoinlandsprodukts, 2000 = 100 (IMF 2015: 51)

Bevölkerungswachstums ausgemacht (*Keynes* 1937, *Hansen* 1939). Verbunden mit den daraus folgenden Rückwirkungen auf die Investitionsneigung galt dies als verursachender Faktor einer säkularen Stagnation.[3] Die Sättigung von Konsumbedürfnissen bedeutet eben *nicht*, dass die Probleme der makroökonomischen Stabilität gelöst sind. Relativ zur Bevölkerungsgröße wachsende Produktionsmöglichkeiten gewährleisten keineswegs auch die Realisierung eines solchen Wohlstandspotenzials (dies ist die marktkritische Variante des Sättigungsansatzes). Das hier grundlegende Argument ist wie bei der kurzfristigen Analyse der Einkommensbildung ein Marktversagen bei der Abstimmung von Sparen und Investieren.

Makroökonomische Theorien der neoklassischen Tradition − auch die (merkwürdigerweise) als neukeynesianisch bezeichnete moderne Makrotheorie − haben sich stets schwer getan, an diesem Punkt ein derartiges Marktversagen zuzugestehen. In jüngster Zeit hat es jedoch Versuche gegeben, mögliche Zusammenhänge zwischen Sparüberschüssen und Stagnation im Rahmen mikrotheoretisch fundierter Modelle der intertemporalen Allokation nachzubilden. Konkret geht es dabei um Modelle mit *Overlapping Generations* (OLG), die wie die neukeynesianische Makroökonomie realwirtschaftlich orientiert sind.

Nach Darstellung und Diskussion wird dieser Ansatz mit der Kritik konfrontiert, er erliege aufgrund der mangelnden bzw. mangelhaften Behandlung

[3] Der Link zwischen Bevölkerungswachstum und Stagnation wird bei Hansen (wie auch bei Keynes) durch die nachlassende Dynamik der Konsumgüternachfrage hergestellt. *Eichengreen* (2015: 68) postuliert dagegen einen (wohl kaum durch die Textexegese gedeckten) produktionstheoretischen Zusammenhang: „Hansen's logic was that slower population growth meant that capital had less additional labor to work with on the margin, resulting in lower returns and lower investment."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

des Finanzsektors einer Verwechslung von Spar- mit Liquiditätsüberschüssen. Die Kernfrage lautet daher, ob die gegenwärtige Konstellation in den entwickelten Volkswirtschaften durch ein *Saving Glut* oder eher durch ein *Liquidity Glut* zu beschreiben ist. Dieses Argument einer unklaren Abgrenzung zwischen *Saving* und *Finance* hat in der theoriegeschichtlichen Diskussion um den Keynesianismus eine lange Tradition.[4] Die Wiederaufnahme dieses Themas richtet sich hier insbesondere auf die Beziehungen zwischen Marktzins und *Natural Rate*. Theorien zu Sparüberschüssen können zur Erklärung der Höhe der *Natural Rate* beitragen, weniger aber zur Erklärung der Marktzinsen. Eine Nachfrageschwäche ist kaum zu leugnen, das Gewicht ihrer demografischen Komponente bleibt hingegen offen.

II. Marktversagen in der intertemporalen Allokation: Das Stagnationsmodell von Eggertsson und Mehrotra

1. Der Vergleich zu Samuelsons OLG-Modell

Angebotsseitige Barrieren und Koordinationsversagen der Märkte (oder Institutionen) als die beiden wesentlichen Ansätze zum Verständnis von Stagnation lassen sich auch im Rahmen der modernen Makrotheorie darstellen; letztere ist durch eine konsequent mikroökonomische Fundierung gesamtwirtschaftlicher Beziehungen gekennzeichnet. Während die Theorie der *Real Business Cycles* eine Stagnation praktisch ausschließlich durch eine Sequenz adverser technologischer Schocks beschreiben kann, bieten die *New Keynesian Macroeconomics* aufgrund ihres reichhaltigeren Modellansatzes auch die Möglichkeit, i. e. S. makroökonomische und zinstheoretische Argumente zur Stagnationsdebatte zu analysieren.

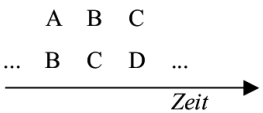
Die Demonstration eines Markt- oder Koordinationsversagens im Rahmen dieses Ansatzes stellt allerdings eine besondere Herausforderung dar, da er schon konstruktionsbedingt ein *Bias* zugunsten funktionierender Marktlösungen aufweist; die unmittelbare Ableitung makroökonomischer Relationen aus einem individuellen Optimierungskalkül lässt eigentlich nur widrige Umweltbedingungen i. w. S. als Ursache von persistenten Störungen erwarten. Die Nullzinsgrenze der Geldpolitik bietet jedoch einen Weg, um Stagnation als eine suboptimale Randlösung mikroökonomischer Wahlhandlungen verstehbar zu machen.

Als Ausgangspunkt des vieldiskutierten Ansatzes von *Eggertsson* und *Mehrotra* (2014) dient ein OLG-Modell in der Tradition von *Samuelson*

[4] „Owing to the ambiguous nature of the word capital there is a tendency to confuse the supply of finance with the supply of saving“ (*Robinson* 1952: 14, vgl. *Kregel* 1984/85).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(1958). Damit soll gezeigt werden, dass verschiedene Phänomene wie etwa eine Phase des *Deleveraging*, eine Verbilligung der Kapitalgüter, eine zunehmende Ungleichheit oder ein Rückgang des Bevölkerungswachstums in eine dauerhafte Stagnation münden können. Der einfachste Rahmen wäre ein Ansatz mit jeweils zwei Generationen (A&B, B&C, C&D etc.) pro Periode, wobei nur die Jungen (B, C, D etc.) ein Einkommen erzielen.



Der Konsum im Alter (bei nicht lagerfähigen Ressourcen) ist auf zwei Wegen möglich:

- Samuelson begründete eine wesentliche Rolle des Geldes mit dem Vorschlag einer gesellschaftlichen Konvention. Die Alten erhalten eine Erstausstattung an Geld und kaufen damit Güter von den Jungen, die das stoffwertlose Medium akzeptieren, weil sie ihrerseits darauf setzen, damit im Alter Güter erwerben zu können. Bei konstanter Geldmenge und schrumpfender Bevölkerung (d. h. einem sinkenden Volumen an verfügbaren Erstausstattungen der Jungen) führt die Übernachfrage der Alten zu steigenden Güterpreisen und damit definitionsgemäß zu einem negativen Realzins.
- Die wohl realistischere Variante der Altersversorgung ist die Investition eines gesparten Einkommensteils in einen realen Kapitalstock. Dieser wird in der nächsten Periode im Tausch gegen Konsumgüter an die neue Generation der Jungen weitergegeben. Die Faktorpreise werden ganz analog zu Solows Wachstumsmodell bestimmt, wobei ein sinkendes Bevölkerungswachstum über eine steigende Kapitalintensität einen sinkenden Kapitalzins zur Folge hat (*Blanchard*/*Fischer* 1989: 91 ff.).

Charakteristisch für einfache Modelle mit nur zwei Generationen ist das Fehlen von Kreditbeziehungen. Sie sind unmöglich, weil sich die potenziellen Kontraktparteien immer nur in einer Periode treffen und somit eine Kredittilgung ausgeschlossen ist (*Weil* 2008). Eggertsson und Mehrotra (E&M) gehen deshalb von drei Generationen aus. Wichtig ist dabei die Annahme, dass die junge Generation (C, D, E etc.) über kein Einkommen verfügt, so dass sie ihren Konsum nur über einen Kredit von der mittleren Generation (B, C, D etc.) sichern kann. Diese Generation bessert dann jeweils in der Folgeperiode mit dem Rückfluss dieses Kredits die Basis ihrer Altersversorgung auf (sie bezieht in der Grundvariante des Modells zusätzlich auch ein eigenes Einkommen).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

	A	B	C	
	B	C	D	
...	C	D	E	...

→ *Zeit*

Der zentrale Ausgangspunkt für die Ableitung eines Stagnationsszenarios ist die exogene Vorgabe einer Verschuldungsobergrenze D_t (die durch den Zins r_t weiter verringert wird) für die Jungen (y); ihr Bondangebot B_t^y und damit ihr Konsum C_t^y sind somit beschränkt:

[1] $$C_t^y = B_t^y = \frac{D_t}{1 + r_t}$$

Die mittlere Generation (m) zahlt aus ihrem Einkommen Y_{t+1}^m ihren in der Jugend aufgenommenen Kredit mit Zins an ihre nun alten Gläubiger zurück. Die laufende Ersparnis fließt in die Bondnachfrage ($-B_{t+1}^m$), d. h. in einen Kredit an die Jungen. Zugleich wählt die mittlere Generation (nach dem üblichen Ansatz der intertemporalen Optimierung einer logarithmischen Nutzenfunktion) zwischen Gegenwarts- und Zukunftskonsum; bei dieser Entscheidung sind allein die relativen Preise, d. h. Zins und Diskontrate ρ, relevant.

[2] $$C_{t+1}^m = Y_{t+1}^m - (1 + r_t)\, B_t^y - B_{t+1}^m$$

[3] $$C_{t+1}^m = \frac{1 + \rho}{1 + r_{t+1}}\, C_{t+2}^o$$

Die alte Generation (o) konsumiert ihr gesamtes Einkommen samt der verzinsten Kreditrückflüsse; es gibt keine Vererbung.

[4] $$C_{t+2}^o = Y_{t+2}^o + (1 + r_{t+1})\, B_{t+1}^m$$

Aus Kreditangebot und -nachfrage lässt sich ein markträumender Güterzins ableiten[5]:

[5] $$1 + r_t = \frac{(2 + \rho)(1 + g_t)\, D_t + (1 + \rho)\, Y_{t+1}^o}{Y_t^m - D_{t-1}}$$

[5] Zur genaueren Herleitung dieser und weiterer Gleichungen siehe *E&M* (2014). Unglücklicherweise verwenden sie für die Variable B^m eine andere Vorzeichenkonvention.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Danach sinkt der Zins, wenn

- eine engere Verschuldungsgrenze (z. B. durch erhöhte Sicherheitsanforderungen) die Kreditnachfrage zwangsweise reduziert,
- die mittlere Generation ein höheres Einkommen erzielt (weil zusammen mit ihrem Konsum auch ihre Ersparnis zunimmt),
- die alte Generation ein niedrigeres Einkommen erhält (weil diese Erwartung ein vermehrtes Vorsorgesparen notwendig macht und daher das Kreditangebot steigert) oder
- die Bevölkerungswachstumsrate g_t sinkt (weil weniger Kreditnachfrager einem konstanten Angebot gegenüberstehen).

Ein negativer Realzins auf dem Kreditmarkt stellt aus der Perspektive der intertemporalen Allokation nur in einer Geldwirtschaft ein Problem dar: wenn nämlich das markträumende Gleichgewicht aufgrund einer ungünstigen Kombination von Nullzinsgrenze für den Nominalzins und einer zu niedrigen (Ziel-)Inflationsrate ausgeschlossen ist. Diese Untergrenze des Nominalzinses, ursprünglich von *Krugman* (1998) mit Blick auf Japan thematisiert, hat in der makroökonomischen Diskussion mittlerweile die Rolle übernommen, die in früheren Jahrzehnten der Rigidität der Nominallöhne zugeschrieben wurde: ein Störfaktor, der nach Abweichungen vom Gleichgewicht eine reibungslose Stabilisierung über die Marktkräfte erschwert oder verhindert.

E&M nehmen eine Geldwirtschaft an (die Verschuldung erfolgt in einperiodigen nominalen Wertpapieren), schließen jedoch die Nutzung der Geldhaltung aus. Damit wird der von Samuelson vorgeschlagene Weg der Altersversorgung versperrt: Die aktive Generation kann nicht − um negative Zinsen im Kreditkontrakt zu vermeiden − Ressourcen direkt an die Alten gegen Geld verkaufen und dieses durchhalten, um selbst später damit selbst Güter zu erwerben.

2. Die auslösenden Momente einer Stagnation

Die Stagnationstheorie von E&M besteht aus einem auslösenden Schock (z. B. ein Ereignis aus den obigen vier Punkten), der das System in den Bereich eines negativen Gleichgewichtszinses befördert, und dem Nachweis fehlender Anpassungskräfte, die aus dieser Konstellation herausführen könnten. Besonders aktuell ist der erste Punkt: Das *Deleveraging* nach der Finanzkrise geht mit verschärften Verschuldungsstandards einher, die Kreditnachfragefunktion der jungen Generation wird deshalb nach links verscho-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ben, was bei gegebener Kreditangebotsfunktion den Zins drückt.[6] Im Modell setzt sich der Zinssenkungseffekt in der Folgeperiode fort, weil die nun mittlere Generation infolge ihrer unfreiwillig niedrigeren Kreditschuld über ein höheres Nettoeinkommen verfügt; dadurch verschiebt sich nun die Kreditangebotsfunktion nach rechts und der Gleichgewichtszins könnte damit deutlich im negativen Bereich liegen.

Eine anfängliche Kreditnachfragebeschränkung setzt sich so in eine Kreditangebotsausweitung um. Diese etwas realitätsferne Konsequenz folgt daraus, dass die Einkommen zunächst als gegeben betrachtet werden. In einer Modellvariante werden die Erstausstattungen durch Lohneinkommen $w_t L_t$ (dem Produkt aus Reallohn und Beschäftigungsmenge) in einer Produktionsökonomie ersetzt.[7] Hier kann sich nun infolge eines verfehlten Gleichgewichtsrealzinses eine Unterbeschäftigungskonstellation einstellen (siehe II.3.).

Ein weiterer Auslöser einer Zinssenkung neben den oben genannten vier Punkten kann eine zunehmende Einkommensungleichheit innerhalb der mittleren Generation sein. E&M betonen einen Zinssenkungseffekt infolge der höheren Ersparnis der Hocheinkommenshaushalte; jedoch wird eine mögliche Kompensation dieses Effekts durch eine bedarfsgetriebene Kreditmehrnachfrage der Haushalte mit niedrigeren Einkommen dadurch ausgeschaltet, dass sie als kreditbeschränkt dargestellt werden.

Neben der Kreditvergabe wird im Modell auch eine andere Wertaufbewahrungstechnologie thematisiert: eine produktive Realkapitalbildung der mittle-

---

[6] Hubert Gabrisch hat mich darauf hingewiesen, dass die Einführung oder Verschärfung einer nicht-preislichen Kreditbeschränkung − statt als Modifikation der Kreditnachfragefunktion − doch eher als Kreditangebotsrestriktion zu analysieren ist; in diesem Fall würde sich der Zins im ersten Schritt *erhöhen*. Für diese Sichtweise spricht, dass der Kreditwunsch der Nachfrager ja bestehen bleibt; realiter würde sich damit (wenn andere Anbieter zugelassen würden) ein Zinserhöhungsspielraum an anderer Stelle des Marktes ergeben. Die Verschuldungsgrenze im Modell soll aber wohl als exogene Marktzutrittsbeschränkung der Nachfrager verstanden werden, die auch die Anbieter dazu zwingt, ihre Transaktionen entlang ihrer Angebotsfunktion zurückzufahren. Gleichwohl ist die Modellierung nicht konsequent: In der Kreditnachfragefunktion $L_t^d = D_t(1+g_t)/(1+r_t)$, die E&M aus [1] entwickeln, erscheint D_t lediglich als Parameter, der die zinsabhängige Nachfrage modifiziert. Sinnvoller wäre eigentlich ein maximaler Grenzwert, dessen Veränderung eine Markträumung über den Preis verhindert.

[7] Prinzipiell sind Markteinkommen in allen Generationen möglich, E&M konzentrieren sich allerdings auf den Fall, in dem nur die mittlere Generation ein variables Markteinkommen erzielt, während die Jungen und die Alten kein Einkommen erhalten. Ein noch bei Samuelson zentrales Problem wird nicht explizit behandelt: Wenn das Einkommen der Jungen so hoch ist, dass sie keinen oder nur wenig Kredit nachfragen, misslingt der Plan der mittleren Generation, über eine genügend hohe Ersparnis und Kreditvergabe an die Jungen ihre eigene spätere Altersversorgung zu sichern.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ren Generation, die es ihr gestattet, im Alter durch den Verkauf dieses Vermögens zu konsumieren. Ihre Budgetbeschränkung erweitert sich im Vergleich zu [2] um den Kauf der Kapitalgüter K_t und ihren noch in der gleichen Periode erzielten Ertrag. Die Ertragsrate der Kapitalgüter ist r_t^k und ihr in Konsumgütereinheiten ausgedrückter relativer Preis ist p_t^k. Die Abweichung von $p_t^k = 1$ drückt aus, dass Konsumgüter nicht ohne Transaktionskosten in Investitionsgüter verwandelt werden können (der Rahmen eines Ein-Sektor-Modells wird jedoch nicht verlassen). Das Konsumbudget der Alten wird nun durch den um die Abschreibung δ verminderten Verkaufswert des Kapitals ergänzt.

[6] $$C_{t+1}^m = w_{t+1} L_{t+1} - (1 + r_t) B_t^y - B_{t+1}^m - \left(p_{t+1}^k - r_{t+1}^k\right) K_{t+1}$$

[7] $$C_{t+2}^o = (1 + r_{t+1}) B_{t+1}^m + p_{t+2}^k (1 - \delta) K_{t+1}$$

Das Modell liefert eine Arbitragebedingung für Kapitalrendite und Kreditzins:

[8] $$r_t^k = p_t^k - p_{t+1}^k \frac{1 - \delta}{1 + r_t}$$

Da das Grenzprodukt des Kapitals im Allgemeinen positiv ist ($f_k' = r_t^k > 0$), ergibt sich daraus im *Steady State* bei konstantem Kapitalgüterpreis eine Untergrenze des Kreditzinses durch die Abschreibungsrate: $r^* \geq -\delta$. Das bedeutet, das die Sparer bei ungünstigeren Kreditbedingungen $r_t < -\delta$ den Weg der Alterssicherung über die Realkapitalbildung wählen.[8]

Die substitutive Beziehung der beiden Strategien der Alterssicherung wird auch aus der Kreditangebotsfunktion der mittleren Generation deutlich: „The presence of capital will reduce the supply of savings available in the bond market“ (*E&M* 2014: 30).

[9] $$L_t^s = \frac{1}{2 + \rho} \left[(Y_t - D_{t-1}) - \left(p_t^k + \frac{(1 + \rho)(1 - \delta) p_{t+1}^k}{1 + r_t} \right) K_t \right]$$

[8] Auch die Rendite anderer Aktiva (wie etwa Land) könnten eine Untergrenze für den Kreditzins darstellen (*Homburg* 2015). E&M gehen aber nicht näher darauf ein. Ebenso bleiben weitere Anlageoptionen wie etwa Investitionen in Humankapital außer Betracht. Eine Erweiterung auf die offene Volkswirtschaft findet sich in *Eggertsson* u. a. (2016).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Es zeigt sich hier auch, dass ein Sinken des Kapitalgüterpreises p_t^k (der im Modell als exogen angenommen wird) eine Rechtsverschiebung der Kreditangebotsfunktion bewirkt und insoweit zu einem Sinken des Kreditzinses beiträgt. Für sich genommen erhöhen sinkende Kapitalgüterpreise die Rentabilität des Sachkapitals, und im Gleichgewicht muss der Kreditzins entsprechend mitziehen. Zu beachten ist aber, dass sinkende Kapitalgüterpreise die Investitionen anregen, ihren Spielraum auch finanziell erweitern und so den Grenzertrag des Kapitals verringern. Der Nettoeffekt hängt − worauf E&M nicht explizit hinweisen − von der Form der Produktionsfunktion ab.[9]

3. Das Marktversagen an der Nullzinsgrenze

Gleich welcher Schock das System in den Bereich negativer Realzinsen gebracht hat − die Nullzinsgrenze kann eine „Falle" darstellen, aus der sich der Markt nicht von selbst befreien kann. Das Modell lässt sich nicht eindeutig der Konjunktur- oder Wachstumstheorie zuordnen, vielmehr ergibt sich eine Art strukturellen Ungleichgewichts in der mittleren Frist aus der Kombination spezieller Schocks und spezifischer Marktbedingungen. Eine wesentliche Rolle spielt hier die Relation des Inflationsziels der Notenbank zum markträumenden realen Kreditzins. Ist Ersteres zu niedrig, versagt die Taylor-Zinspolitik, da der Nominalzins nicht (wesentlich) unter Null gesetzt werden kann. Dies findet im Modell (hier in der einfachen Variante ohne Kapital) seinen Ausdruck in einer in diesem Bereich *positiv* geneigten Nachfragefunktion

[10] $$Y = D\left[1 + (2+\rho)(1+g)(1+\pi)\right]$$

Das negative Segment der Nachfragekurve ist dagegen nach dem Taylor-Prinzip durch eine überproportionale Reaktion des Nominalzinssatzes auf die Inflation (π) bestimmt (*Abbildung 2*).

Bei durchgängig flexiblen Nominallöhnen wäre die Angebotskurve vertikal über der *Natural Rate* des Output. E&M folgen jedoch der (angeblich) keynesianischen Annahme einer Nominallohnrigidität, ausgedrückt durch den Persistenzparameter $\gamma \geq 0$, so dass sich unterhalb des Vollbeschäfti-

[9] „Other things equal, lower capital goods prices *p* raise the return on capital when denominated in consumption goods: a foregone consumption good buys more capital goods, so for a given marginal product of capital, the return on investment […] is higher. But other things will not be equal − lower capital goods prices will mean that a given volume of savings will finance more of them, pushing down on the marginal product of capital to an extent that depends on the curvature of the production function" (*Thwaites* 2015: 8).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

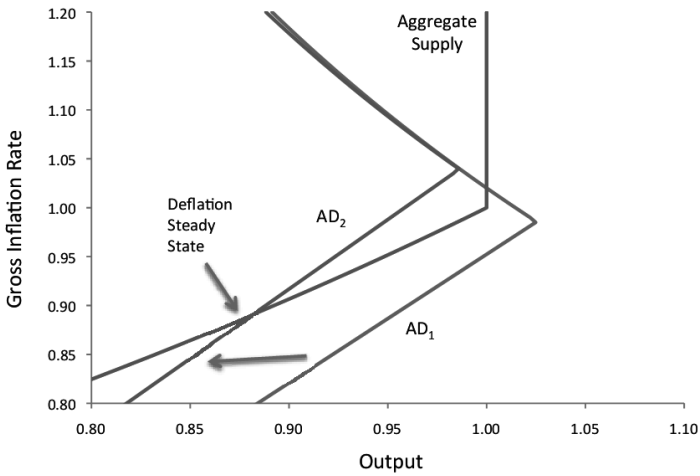


Abbildung 2: Aggregierte Nachfrage- und Angebotskurven im Steady State (E&M 2014: 16)

gungsoutput eine Angebotsfunktion mit ebenfalls positiver Steigung ergibt (α ist die Produktionselastizität des Faktors Arbeit). Bei vollständig flexiblen Löhnen ($\gamma = 0$) gilt stets $Y = Y^*$.

[11] $$Y = Y^* \left[\frac{1-\gamma/(1+\pi)}{1-\gamma}\right]^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}$$

Bei ausreichender Nachfrage findet sich ein Gütermarktgleichgewicht bei Vollbeschäftigung und positiver Inflation, nach einem Nachfrageschock ($AD_1 \rightarrow AD_2$) ist ein *Deflation Steady State* denkbar (ein *Deleveraging Shock* oder eine Verringerung des Bevölkerungswachstums haben den gleichen Effekt, die Nachfragekurve wird ausgehend von AD_1 steiler und schneidet die Angebotskurve im ansteigenden Ast). Die Bedeutung dieser Lösung liegt darin, dass in der Theoriegeschichte des 20. Jahrhunderts unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise häufig die kumulative Instabilität einer Deflation betont wurde (*Kindleberger* 1986). Die Erfahrungen zu Ende des 19. Jahrhunderts oder auch in Japan seit 1990 deuten aber auf die markttheoretische Möglichkeit eines Deflationsgleichgewichts hin.[10]

[10] E&M zeigen, dass bei Taylor-Zinspolitik die Nachfragekurve stets steiler als die Angebotskurve verläuft. Die dynamische Stabilität des Unterbeschäftigungsschnittpunkts ist gleichwohl in theoretischer Hinsicht stark modellabhängig. Schon die einfache Annahme adaptiver Inflationserwartungen würde im Ansatz von E&M bei einem kleinen positiven Nachfrageschock zu einer endogenen Rückkehr zur Vollbe-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die spezifische Form des Gütermarktgleichgewichts erlaubt den Nachweis einer Reihe von Marktmechanismen, die ansonsten in der herrschenden Makrotheorie eher als „keynesianische Anomalitäten“ zurückgewiesen werden:

- Eine höhere Sparneigung verschiebt die Nachfragekurve weiter nach links, so dass Einkommen, Beschäftigung und (möglicherweise) auch die Sparsumme sinken (Sparparadoxon).
- Eine Zunahme der Arbeitsangebotswünsche wie auch mehr Lohnflexibilität (γ sinkt) verschieben die Angebotsfunktion nach unten und wirken ebenfalls kontraktiv.

Auch die wirtschaftspolitischen Empfehlungen liegen auf der keynesianischen Linie:

- Ein deutlich erhöhtes Inflationsziel ermöglicht auch in der Depression (d. h. bei AD_2) einen Vollbeschäftigungsschnittpunkt von Angebots- und Nachfragefunktion, indem sich letztere nach Nord-Ost verschiebt. Jedoch garantiert dies noch keinen Übergang in das neue potenzielle Gleichgewicht, sondern erzeugt multiple Gleichgewichte.
- Aus diesem Grund ist expansive Fiskalpolitik das Mittel der Wahl, weil diese die Güternachfragekurve nach rechts verschiebt. Dadurch kann ein Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung und positiver Inflation erreicht werden.

4. Diskussion

Die große Aufmerksamkeit, die die Stagnationstheorie von E&M (vor allem in diversen wissenschaftlichen *Blogs*) erzielt hat, dürfte vor allem darauf beruhen, dass eine Stagnationskonstellation aus einem mikrotheoretisch fundierten Optimierungsmodell abgeleitet wurde dieses Kriterium gilt seit einigen Jahren als Gütesiegel für makroökonomische Analysen. Der Vorteil an analytischer Stringenz wird dabei wie üblich mit einer gewissen Sperrigkeit der Analyse sowie mit der Verwendung möglicherweise kritischer Annahmen erkauft.

In traditionellen OLG-Modellen, in denen ein Realkapitalstock als Wertaufbewahrungstechnologie und Alterssicherungsinstrument fungiert, bleibt der Zins üblicherweise positiv. Der Zins ist durch die Grenzproduktivität des

---

schäftigung führen. Generell ergeben sich bei nicht-linearen Angebots- oder Zins-Reaktionsfunktionen oft mehrere Gleichgewichte, deren Stabilität u. a. von lerntheoretischen Annahmen über die praktische Ausformulierung rationaler Erwartungen und der Ausgestaltung der Zinsregel (*backward looking* vs. *forward looking*) abhängt (*Eusepi* 2007, *Bullard* 2010, *Evans* 2011).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapitals f_k' bestimmt, und diese durch Diskontrate und Bevölkerungswachstum: $r = f_k' = \rho + g$ (*Blanchard*/*Fischer* 1989: 100). Ein sinkendes Bevölkerungswachstum bedeutet auch hier einen sinkenden Zins. Dies ist die einfache Folge der Entlohnung nach der Grenzproduktivitätstheorie in einer Pro-Kopf-Produktionsfunktion des Cobb-Douglas-Typs: Die relative Verknappung der Arbeit impliziert eine kapitalintensivere Produktion und folglich eine sinkende Grenzproduktivität des Kapitals.

Demgegenüber begründen E&M einen u. U. unter Null sinkenden Zins durch die Angebots-Nachfrage-Konstellation auf dem Kreditmarkt: So findet z. B. bei schrumpfender Bevölkerung die mittlere Generation weniger potenzielle Schuldner für ihre eigenen Alterssparpläne; folglich sinken die „Sparzinsen". Es handelt sich also um eine Art Anlagenotstand der Geldvermögensbesitzer. Dieser ist nun infolge der Zinspolitik der Notenbanken tatsächlich eingetreten. Aber abgesehen von diesem *geldpolitischen* Einfluss mag man bezweifeln, ob das von E&M geschilderte Szenario heute weltwirtschaftlich relevant ist.

Generell kann man auch die Gegenthese aufstellen und eine *zinssteigernde* Wirkung einer Alterung der Gesellschaft behaupten. Dies lässt sich damit begründen, dass die *Support Ratio* von Produzenten zu Konsumenten kleiner wird (*Goodhart*/*Erfurth* 2014). Wenn die Aktiven sparen und die Rentner entsparen, bedeutet eine sinkende *Support Ratio* auch eine sinkende Ersparnis, anders ausgedrückt: eine Tendenz zur Übernachfrage, die in wicksellianischer Vorstellung den Zins erhöht.[11] Dies gilt umso mehr, als die traditionelle keynesianische Vorstellung gesättigter Bedürfnisse verfehlt ist; besonders die Nachfrage nach Wohnraum reagiert hoch einkommenselastisch und motiviert insoweit auch die Investitionen. Schließlich verursachen ältere Menschen auch steigende Kosten für die Gesellschaft (insbesondere im Gesundheitswesen), deren Deckung nicht vollständig über individuelle Beiträge erfolgt, sondern teilweise die Staatsfinanzen belastet.

Vor einigen Jahren wurde der Zusammenhang von Alterung und Zinserhöhung im Rahmen einer Zwei-Generationen-Analyse diskutiert: Betrachtet wurde ein regelmäßiges Transaktionsmuster, bei dem die alte Generation staatliche Wertpapiere aus ihrem Bestand an die Jungen verkauft, um ihren

[11] Dieser (im Gegensatz zur Theorie von E&M) inverse Zusammenhang zwischen Bevölkerungswachstum und Zins wird auf indirekte Weise auch im Rahmen der OLG-Literatur angesprochen, wobei der Widerspruch zum produktionstheoretische Aspekt des relativen Faktorangebots nicht thematisiert wird: „Population growth […] implies that the number of young individuals who are likely net savers is larger than the number of dissavers, and thus there is aggregate positive saving" (*Blanchard*/*Fischer* 1989: 137). Das heißt umgekehrt, dass ein nachlassendes Bevölkerungswachstum die Ersparnis verringert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Konsum zu finanzieren, während letztere diese Papiere als Vermögen für ihre eigene Altersphase erwerben. Schrumpft die jüngere Generation, können die Alten ihr Vermögen nur zu sinkenden Preisen verkaufen; bei diesem *Asset Meltdown* steigen die Zinsen (*Poterba* 2001, *Fehr/Jokisch* 2006, *Spahn* 2007).

Die Einfügung von staatlichen Wertpapieren in ein Generationenmodell ändert die „Spielregeln" für die Marktakteure (und für die theoretische Analyse): Man benötigt im Gegensatz zum Modell von E&M nur zwei Generationen, die jeweils in diesen Papieren sparen bzw. diese zur Finanzierung ihres Alterskonsums verkaufen. Die Wertpapiere haben wie das Geld in Samuelsons Modell die Funktion eines *Bubble*-Aktivums, das in Erwartung einer Wertsicherung gekauft und gehalten wird. Zwei Punkte markieren den Unterschied zwischen beiden Modellen:

- Bei Samuelson sinkt der Realzins wegen der Nullverzinsung des Geldes wie erwähnt bei schrumpfender Bevölkerung aufgrund des Nachfrageüberschusses, d. h. der Preissteigerung auf dem Gütermarkt.
- Im Falle von Wertpapiertransaktionen bewirkt eine schrumpfende Bevölkerung (zumindest bei unveränderten Verhaltensweisen) einen Angebotsüberschuss auf dem Wertpapiermarkt mit wie erwähnt fallenden Kursen und steigenden Nominalzinsen. Der geringere Erlös aus dem Wertpapierverkauf bremst auch die nominale Übernachfrage der Alten auf dem Gütermarkt, so dass etwaige Preissteigerungen gering bleiben und der Realzins *positiv* reagieren kann.

Vergleicht man wiederum das Zwei-Generationen-Modell mit Wertpapieren mit dem von E&M präsentierten Drei-Generationen-Modell, so erkennt man, dass der Zinseffekt im letzteren Fall unmittelbar gar nicht auf das klassische Güterversorgungsproblem der Alten zurückgeht, sondern auf dasjenige einer (zusätzlich eingeführten) jungen Generation: Sie ist ohne eigenes Einkommen auf einen Kredit einer aktiven Generation angewiesen. Faktisch könnte man sich diese junge Generation als Kinder vorstellen. Aber gerade wenn tatsächlich Eltern weniger Kinder haben, können sie ihnen pro Kopf mehr Transfers zahlen, so dass deren Kreditbedarf eher zurückgeht. Handelt es sich dagegen um junge aktive Leute (zwischen 20 und 40), so ist deren Kreditbeschränkung nicht durchgehend offensichtlich (auch Ältere können angesichts ihrer zu erwartenden Verrentung bei ihren Banken Kreditbeschränkungen erfahren). Zudem würden in diesem Szenario die finanziellen Implikationen einer zurückgehenden Kinderzahl unberücksichtigt bleiben. Insgesamt wirkt das Kreditszenario von E&M recht konstruiert.

Als Zwischenbilanz ist festzuhalten, dass ein Rückgang des Bevölkerungswachstums jenseits der Bestimmtheit spezieller Modellwelten uneindeutige

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wirkungen auf die Summe der Haushaltsersparnisse hat. Die Ergebnisse hängen von den Annahmen über Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung ab, sowie von der Form der Alterssicherung. Wichtig ist auch der Stand der Einkommensverteilung sowie mögliche Verhaltensänderungen der jungen Generation: Wird sie − angesichts allseits beschworener künftiger Rentenzahlungsprobleme − mehr sparen wollen? Empirisch zeigt sich, dass die staatlichen Versuche in Deutschland, die Bürger zu vermehrter Zukunftsvorsorge zu bewegen, offenbar wenig genutzt haben. Die Sparquote der privaten Haushalte ist hier in den vergangenen drei Jahrzehnten trendmäßig um ca. drei Prozentpunkte gesunken.

III. Marktzins und Natural Rate

1. Verschwindet der Zins?

Auch wenn der Zusammenhang zwischen Bevölkerungswachstum und Ersparnis offen bleiben muss, so ist doch der Trend zu sinkenden Zinsen ein Faktum. Phasen sinkender Zinsen sind in der Wirtschaftsgeschichte allerdings nicht ungewöhnlich, ohne dass dies jeweils mit einer grundlegenden Wachstumsschwäche einherging. Eine Berechnung eines langfristigen Weltrealzinses zeigt einen über Jahrzehnte nahezu konstanten Wert von ca. 4 %; er sinkt dann bis 1950 auf nahe Null, steigt dann bis 2000 langsam auf 2 % an und fällt danach wieder gegen Null. Im Vergleich dazu zeigen die Ex-ante-Werte für die USA eine sehr viel stärkere Volatilität, lassen aber einen ähnlichen Trendverlauf erkennen (*Abbildung 3*).

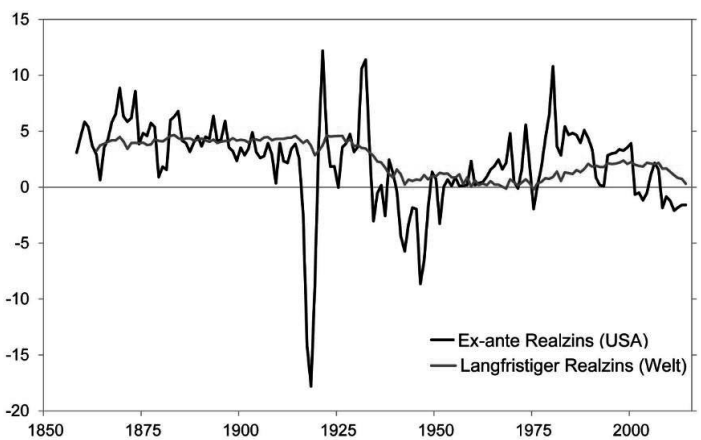


Abbildung 3: Entwicklung der langfristigen Realzinsen in aller Welt (Hamilton u. a. 2015: 74)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

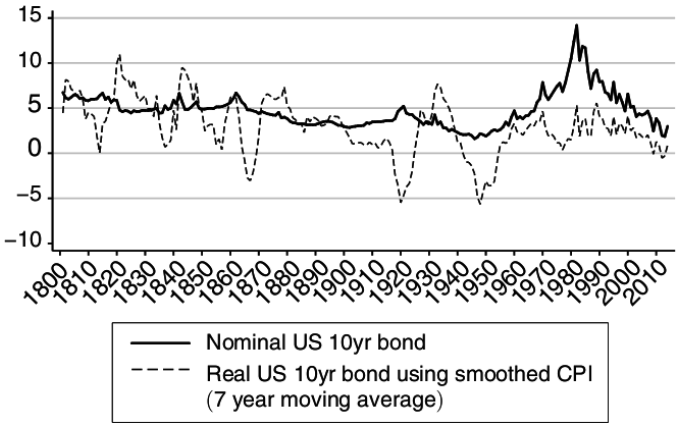


Abbildung 4: Zinsentwicklung in den USA (Eichengreen 2015: 66)

Eine andere Berechnung verdeutlicht, dass die langfristigen realen Bondzinsen in den USA schon des Öfteren im negativen Bereich waren, aber zumeist als Folge von Inflationsüberraschungen. Ihre Absenkung in der jüngsten Vergangenheit resultiert dagegen im Wesentlichen aus dem seit 1980 zu beobachtenden Verfall der nominalen Renditen von einem Zinsgipfel, auf den diese aufgrund der Inflationsbekämpfung geraten waren (*Abbildung 4*). Das Absinken der nominalen und realen Kapitalmarktzinsen seit 1980 in den USA wie in Europa geht, ablesbar an der Entwicklung der (hier nicht gezeigten) kurzfristigen realen Zinsen, mit einer zunehmenden Lockerung der Geldpolitik einher, die auf den trendmäßig nachlassenden Inflationsdruck reagiert.

Nun sagt die Entwicklung der realisierten Marktzinsen über die jeweils zugrundeliegenden makroökonomischen Konstellationen nicht unbedingt viel aus. Nützlicher wäre eine Information über hypothetische Gleichgewichtszinsen, die erkennen lassen, in welcher Richtung makroökonomische Spannungen auftreten. Das Konzept des Gleichgewichtszinses geht insbesondere auf *Wicksell* (1898: 11) zurück; er definierte diese *Natural Rate* als denjenigen Wert, der den Markt für intertemporale Güterleihen zwischen Sparern und Investoren räumt und − dies folgt aus der Gesamtanlage seiner Theorie − damit ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht herstellt. Dieser Gedanke ist für die moderne Makrotheorie essenziell.[12]

[12] *Keynes* (1936: 204 f.) hat sich von Wicksells Konzept distanziert, weil Ersparnis und Investition im Rahmen seiner eigenen Theorie bei verschiedenen Einkommenshöhen übereinstimmen können; allerdings werden dabei die ungeplanten Komponen-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

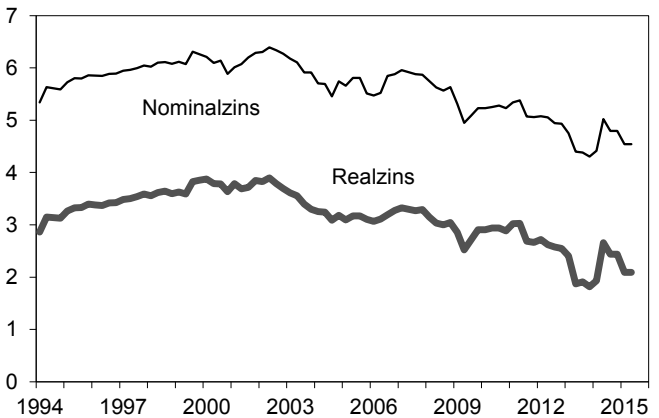


Abbildung 5: Schätzung langfristiger US-Gleichgewichtszinsen im 20-Jahres-Fenster nach dem Smets-Wouters-Modell (Daten aus Sachverständigenrat 2015: 150)

Gleichgewichtszinsen sind nicht direkt beobachtbar; sie folgen aus der Kombination empirischer Daten mit (alternativen) theoretischen Modellen. Auf der Grundlage des oft genutzten, neukeynesianischen Modells von *Smets* und *Wouters* (2007) lässt sich zeigen, dass der Gleichgewichtszins in den USA seit Anfang der 2000er Jahre zurückgegangen ist, allerdings nur bis auf ca. 2 % (*Abbildung 5*). Die grundsätzliche Problematik derartiger Schätzungen (man bedenke nur die Schwierigkeiten der Schätzung eines „normalen" Outputniveaus) wird auch daran deutlich, dass für sich genommen gut begründbare Modifikationen desselben Modells (u. a. die Berücksichtigung von Einkommenserwartungen in der geldpolitischen Zielfunktion sowie die Wirkungen von *Forward Guidance*) ein ganz anderes Bild ergeben. Hier gelangt der Gleichgewichtszins in den letzten Jahren tief in den negativen Bereich (*Abbildung 6*). Die Unterschiede lassen sich offensichtlich nicht allein auf das zeitliche Glättungsverfahren im ersten Ansatz zurückführen.

Da die neukeynesianische Makroökonomie z. T. gerade wegen ihrer Mikrofundierung umstritten ist (*Blanchard* 2016, *Spahn* 2016: 207 ff.), bietet es sich an, Berechnungen der *Natural Rate* mit Hilfe reduzierter makroökonomischer Beziehungen wie etwa der Phillips-Kurve anzustellen. Auf der Grundlage eines solchen, von *Laubach* und *Williams* (2015) verwendeten Ansatzes mit verschiedenen Varianten zeigt sich für die USA ebenfalls ein fallender Trend für lang- und kurzfristige Gleichgewichtszinsen (*Abbildung 7*); ähnlich gilt dies für Deutschland (*Sachverständigenrat* 2015: 151 f.).

---

ten beider Größen mitgerechnet. Den mit Vollbeschäftigung verbundenen Wert nennt Keynes nicht den „natürlichen", sondern den „neutralen" Zins.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

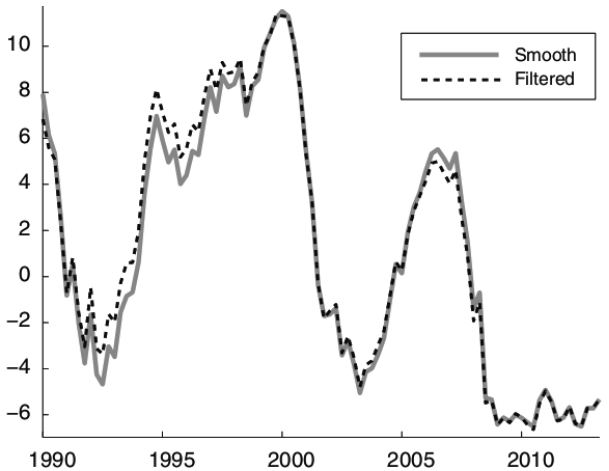


Abbildung 6: Schätzung der jährlichen US Natural Rate
nach einem modifizierten Smets-Wouters-Modell (Barsky u. a. 2014: 40)

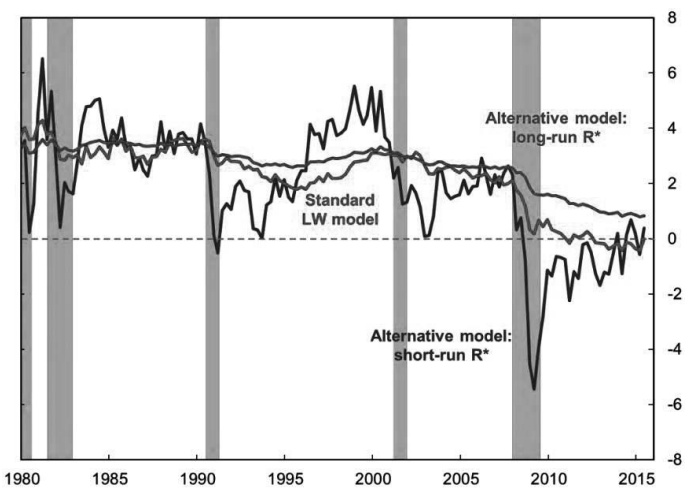


Abbildung 7: Schätzung der Natural Rate für die USA
(Laubach/Williams 2015: 28)

Während mikrofundierte Ansätze aufgrund ihrer weitreichenden Modellspezifikationen und -annahmen in der Kritik stehen, können nur aus wenigen Makrogleichungen entwickelte Schätzungen mit dem Einwand konfrontiert werden, dass eine mögliche Auslassung versteckter Einflussfaktoren die Er-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gebnisse verzerrt (*Taylor/Wieland* 2016, *Cukierman* 2016). Dieses Problem lässt sich vereinfacht wie folgt demonstrieren: Nach dem „wahren" Modell werde die Outputlücke durch die Differenz zwischen Realzins und *Natural Rate* r^n sowie durch einen weiteren negativ wirkenden Faktor x (z. B. Kreditrationierung) bestimmt, wobei dieser letztere Effekt jedoch entweder unbekannt oder unberücksichtigt bleibt.

[12] $$y = -\beta\,(r - r^n) - x$$

Die Prognose der Outputlücke, d. h. ihr Erwartungswert basiert demgegenüber auf einer geschätzten *Natural Rate* r^*:

[13] $$E(y) = -\beta\,(r - r^*)$$

Prognoseirrtümer motivieren dann eine (fortlaufende) Nachjustierung der geschätzten *Natural Rate*:

[14] $$r^n = r^* + \frac{y - E(y)}{\beta}\left[+\frac{x}{\beta}\right]$$

Eine Erfahrung $y < E(y)$ begründet dann die Aussage, dass der Gleichgewichtszins r^n gegenüber der ursprünglichen Schätzung r^* gesunken sein müsse. Diese Schlussfolgerung ist allerdings nicht zwingend, da eben auch der belastende Faktor x größer geworden sein könnte. Gerade in den letzten Jahren gibt es angesichts der Verwerfungen auf den Finanzmärkten genügend Anhaltspunkte für derartige Störeffekte.

Jedoch kann man diesen kritischen Einwand vor dem Hintergrund der Definition der *Natural Rate* zurückweisen: Dieser Zins muss einen Wert annehmen, bei dem ein Gütermarktgleichgewicht hergestellt wird − dabei müssen keine temporären Schocks, jedoch strukturelle Faktoren wie z. B. eine Kreditrationalisierung eingerechnet werden. Wenn ein Faktor x dem Gütermarktgleichgewicht entgegensteht, muss r^n eben niedriger sein.

In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass die Verschuldung von privaten Akteuren auf dem Kapitalmarkt i. d. R. nicht zum risikolosen Kapitalmarktzins erfolgt, sondern zu einem höheren Satz. Der risikolose Zins ist daher als Grundlage einer Schätzung der *Natural Rate* nicht direkt geeignet (*Hamilton* u. a. 2015, *Cukierman* 2016). Aber auch hier gilt: Wenn hohe Risikoaufschläge die Finanzierungskosten der Investition verteuern, muss der risikolose Basiszins zum Ausgleich niedriger sein; die Schätzung des Gleichgewichtszinses muss entsprechend nach unten korrigiert werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

2. Saving Glut oder Liquidity Glut?

Trotz dieser Berechnungsprobleme ist die Vermutung plausibel, dass neben den Marktzinsen auch die *Natural Rate* gesunken ist. Ein ähnlicher Entwicklungsverlauf bedeutet allerdings nicht, dass beide Ertragsraten von denselben Marktkräften angetrieben werden. Einfache OLG-Modelle sagen prinzipiell nichts über Marktzinsen aus, da es sich um reine Realmodelle handelt, in denen der Finanzsektor keine Rolle spielt. Im ursprünglichen Ansatz von Samuelson wird zwar *Geld* von einer Generation zur nächsten weitergereicht, jedoch verkörpert dieses Medium hier eine Art Generationenvertrag, steht aber nicht, wie etwa bei *Clower* (1967), für ein unverzichtbares Zahlungsmittel bei den Transaktionen zwischen den Akteuren einzelner Generationen. Im Modell von E&M fungiert Geld als *Money of Account*, es gibt aber keine Möglichkeit einer Geldhaltung.

Die verschiedenen Hypothesen zu Sparüberschüssen, die in den vergangenen Jahren vorgebracht wurden, sind sinnvollerweise als Beiträge zur Abschätzung der Entwicklungsrichtung der *Natural Rate* zu verstehen. Ganz im Sinne von Wicksell sind sie letztlich normativ oder wirtschaftspolitisch orientiert, weil sie einen faktischen Zinsänderungsbedarf anzeigen, der realisiert werden muss, um ein fundamentales Gütermarktungleichgewicht zu verhindern (*Borio*/*Disyatat* 2011). Dagegen wird der langfristige nominale Marktzins − vermittelt über die Zinsstruktur − durch die Notenbank, sowie durch Zins- und Inflationserwartungen bestimmt. Er folgt keineswegs automatisch der *Natural Rate*; die gesamte moderne Theorie der Geldpolitik, die die Notenbanken mit dem Taylor-Prinzip zu einer Stabilisierung gegen die kumulativ-instabilen Marktkräfte anhält, baut auf dieser Erkenntnis auf. Ohne geldpolitische Intervention reagiert der reale Marktzins über die Inflationserwartung im Vorzeichen eher invers zur *Natural Rate*.

Vor diesem Hintergrund ist die These eindeutiger Makroeffekte eines Sparüberschusses kritisch zu sehen. Sie war schon vor der Finanzkrise in Umlauf; ursprünglich wurde sie aber keineswegs mit Stagnation, sondern ganz im Gegenteil mit der Antreibung eines nicht nachhaltigen Investitionsbooms in Verbindung gebracht. *Bernanke* (2005) zufolge war ein *Saving Glut* in den Schwellenländern nicht nur für die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen China und den USA, sondern auch für die relativ niedrigen US-Kapitalmarktzinsen verantwortlich.

Dass Sparentscheidungen monetäre Zinswirkungen zugeschrieben werden, ist ein Missverständnis, dessen theoriegeschichtliche Wurzeln eine eigene Untersuchung erfordern würde. Es geht dabei eigentlich weniger um den Streit zwischen Liquiditätspräferenz- versus *Loanable-Funds*-Theorie, sondern darum, dass die *Funds* nicht richtig gemessen werden. Die Umdisposi-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

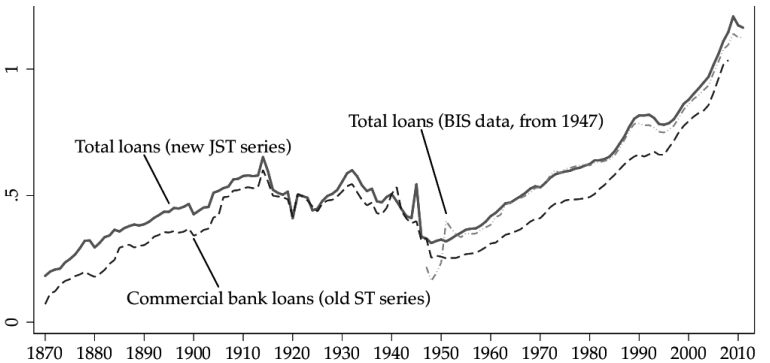


Abbildung 8: Bankkredite an den Privatsektor in 17 Industrieländern, in Relation zum BIP (Jordà u. a. 2015: 5)

tion eines Euros vom Konsum zur Ersparnis bei gegebenem Einkommen *einschließlich* seiner Anlage am Finanzmarkt kann den Zins für sich genommen nicht senken (oder die Assetpreise erhöhen), weil der Minderkonsum im Unternehmenssektor Geldvermögen vernichtet bzw. einen Verschuldungsbedarf erzeugt.[13] Im Falle der Interaktion von China und den USA, bei expansiver Geldpolitik in beiden Ländern, hätte China seine Exporterlöse hypothetisch in Dollar-Noten statt in Dollar-Wertpapieren halten können; die Ersparnis der chinesischen Volkswirtschaft wäre davon unberührt geblieben, der zinsdrückende Effekt chinesischer Bondkäufe am US-Kapitalmarkt jedoch entfallen.

Die beispiellose Kreditexpansion seitens des internationalen Banksystems in den vergangenen 30 Jahren (*Abbildung 8*) und − nach Ausbruch der Finanzkrise − die ebenso beispiellose Aufblähung der Zentralbankbilanzen sind als die treibenden Kräfte der sinkenden Nominalzinsen auf den Finanzmärkten anzusehen. Ohne die weitreichende Monetisierung der Staatsschulden in der Welt wäre das Verschwinden des Zinses heute vermutlich kein Thema. Als weiterer Faktor der Zinssenkung ist die steigende Nachfrage nach sog. *Safe Assets* zu nennen (*Caballero*/*Farhi* 2014). Das wirtschaftshistorisch

[13] „The E[xcess] S[aving] view tends to conflate borrowing and lending, which are financial transactions, with national income accounting concepts, which track expenditures on final goods and services. […] Saving does not represent the constraint on how much agents are able to spend ex ante. […] The popular and powerful image that additional saving bids up financial asset prices (and hence depresses yields and interest rates) because it ‚has to be allocated somewhere' is misleading. There is no such thing as a ‚wall of saving' in the aggregate. Saving is not a wall, but a ‚hole' in aggregate spending" (*Borio*/*Disyatat* 2011: 7 f., vgl. *Bibow* 2009: 181 ff., *Dorrucci*/*McKay* 2011).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

epochale Phänomen einer durch Handelsöffnung und Technologie bewirkten Abflachung der Gütermarktangebotsfunktionen trägt dazu bei, dass bei einer Inflation nahe Null sich Nominal- und Realzinsen angleichen.

Die neukeynesianische Makroökonomie kann die monetäre Zinsentwicklung nicht zureichend erfassen, weil sie generell selbst dort auf einer realwirtschaftlichen Ebene bleibt, wo sie Banken integriert. Diese werden als Sammel- und Weiterleitungsagenten für *Güter* konstruiert; Kreditschöpfung i. S. üblicher Bankpraxis einer Bilanzverlängerung ist unbekannt. Daher wird fälschlicherweise das Aktivgeschäft als von Ersparnissen getrieben geschildert, obwohl eine solche Angebotsbeschränkung im modernen Banksystem nicht existiert (*Disyatat* 2011, *Jakab*/*Kumhof* 2015, *Spahn* 2016: 173 ff.). Die Kreditexpansion war zum einen durch Deregulierung und organisationsinternen technischen Fortschritt und zum anderen durch den Übergang zu einer praktisch vollständigen Anpassung des Zentralbankgeldangebots an die Geldnachfrage angetrieben; die Banken gingen daher davon aus, dass es zu keiner mengenmäßigen Reserveknappheit mehr kommen würde. Dabei ist zu beachten, dass die Kreditvergabe das Wachstum der Bankbilanzen noch unterzeichnet (*Taylor* 2012).

3. Noch einmal: Sparen und Investieren

Die Diagnose einer durch monetäre Kräfte bewirkten Absenkung der Marktzinsen widerspricht in keiner Weise einer durch das Sparverhalten bedingten Absenkung der *Natural Rate*. Die Frage ist allein, ob die letztgenannte Hypothese überzeugend oder ausreichend ist. Demografisch bedingte Spareffekte, motiviert durch das Motiv der Altersvorsorge, lassen sich analytisch gut begründen (*Weizsäcker* 2014, 2015); empirisch unklar bleibt hingegen, ob die Sparneigung der Haushalte tatsächlich zunimmt und ob bei einer Bestätigung eines solchen Befundes das Rentenmotiv entscheidend ist. Zur Erklärung einer möglichen Konsumschwäche und der dadurch induzierten Beeinträchtigung der Investitionsneigung ist nicht zuletzt die Einkommens- und Vermögensungleichheit heranzuziehen.

Ein empirisch eindeutiger Effekt auf der Kapitalnachfrageseite wird dagegen auch im Modell von E&M erwähnt: Investitionsgüter sind in den vergangenen Jahrzehnten relativ zu Konsumgütern immer billiger geworden (*Abbildung 9*). Mit einer Fortschreibung von Kuznets Daten bestätigt *Eichengreen* (2015) den Befund von *Thwaites* (2015) für die USA. Unter Berücksichtigung von Qualitätsänderungen sinken die amerikanischen Werte schon seit 1950. Für Deutschland ergibt sich ein ähnliches Bild (*Sachverständigenrat* 2014: Zf. 435).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

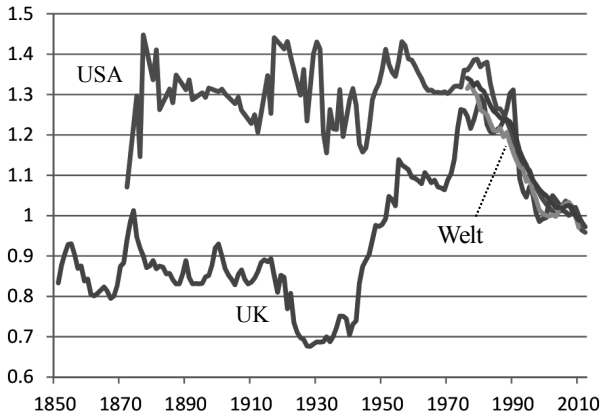


Abbildung 9: Investitionsgüterpreisindex relativ zu Konsumgüterpreisen (Thwaites 2015: 55)

Die tendenzielle Verringerung des negativen Finanzierungssaldos im Unternehmenssektor einiger Länder, d. h. die nominal kleinere Schuldaufnahme, als auch die oft thematisierte Schwäche der nominalen Investitionstätigkeit könnten somit auch einen solchen Preiseffekt widerspiegeln. Auf dem Kapitalmarkt zeigt sich dann selbst bei unverändertem Anlageverhalten ein Überangebot an Finanzmitteln. Der Kapitalgüterpreiseffekt wirkt somit auf den Marktzins als auch auf die *Natural Rate*, weil die Opportunitätskosten der Investition sinken, was für sich genommen eine höhere (Konsum-)Nachfrage ermöglicht. „With less investment spending chasing the same savings, the result can be lower real interest rates and a chronic excess of desired saving over desired investment“ (*Eichengreen* 2015: 67).

Sinkende Kapitalgüterpreise sind prinzipiell ein positiver Faktor für eine Volkswirtschaft; sie können zur Erklärung einer Zinssenkung, nicht jedoch einer Stagnation beitragen. Die aus Spar- und Investitionsentscheidungen resultierende Güternachfrage bleibt insbesondere in der Euro-Zone gegenwärtig hinter den Produktionsmöglichkeiten zurück. Es ist nicht eindeutig zu belegen, dass eine demografisch motivierte Konsumzurückhaltung die zentrale Ursache ist. In jedem Fall ist bei einem unter der Wachstumsrate liegenden Realzins eine staatliche Mehrinvestition auch aus effizienz- und angebotstheoretischen Gründen eine gebotene wirtschaftspolitische Reaktion (*Weizsäcker* 2014). Einiges spricht aber dafür, dass angesichts der bereits hohen Staatsschulden ihre Finanzierung nicht in Form weiterer Kreditaufnahme, sondern durch Monetisierung erfolgen sollte, am besten über Helikoptergeld (*Turner* 2015).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

IV. Zusammenfassung

Ein nachlassendes Bevölkerungswachstum gilt seit den 1930er Jahren als ein möglicher Faktor zur nachfragetheoretischen Erklärung einer Stagnation. Schon Keynes wies darauf hin, dass hierbei auftretende Angebotsüberschüsse am Gütermarkt keineswegs dem Ideal einer ökonomischen Sättigung entsprechen, sondern mit Produktionseinschränkungen und unfreiwilliger Arbeitslosigkeit einhergehen können. Im Hintergrund steht dabei ein zinstheoretisches und -politisches Marktversagen, bei dem es nicht gelingt, den potenziell negativen Gleichgewichtszins durch marktendogene Anpassungen oder geldpolitische Operationen zu erreichen.

In jüngerer Zeit hat eine mikrofundierte Reproduktion dieses Szenarios im Rahmen eines Drei-Generationen-Modells von Eggertsson und Mehrotra große Beachtung gefunden. Hier wird eine Kreditvergabe einer mittleren Generation an die mittellosen Jungen vereinbart, die später aus ihrem Einkommen eine Tilgung an die dann alte Generation leisten. Neben einem Schrumpfen der jungen Generation können hier auch andere Faktoren (wie z. B. Verschuldungsbeschränkungen) einen Sparüberschuss der aktiven Bevölkerung auslösen, der in diesem Kreditkontrakt zu einem sinkenden Güterzins und sodann zu einem persistenten Zinsungleichgewicht führt.

Die zinssenkende Wirkung eines schwindenden Bevölkerungswachstums ist allerdings nur in diesem Modell eindeutig. Betrachtet man ein Zwei-Generationen-Modell, in dem jeweils die Alten staatliche Wertpapiere an die Jungen verkaufen, um sich ihren Alterskonsum zu finanzieren, so müsste sich bei einer zahlenmäßig kleineren jungen Generation ein Angebotsüberschuss bei den Wertpapieren und folglich ein steigender Zins zeigen. Der modelltheoretische Zusammenhang zwischen Demografie und Ersparnis ist demnach nicht eindeutig. Empirisch gibt es auch keine klaren Signale, die auf eine wegen der Altersvorsorge allgemein steigende Sparneigung hindeuten.

Grundsätzlich ist weiterhin zu beachten, dass die am Markt zu beobachtenden Zinssenkungstendenzen auch nicht unmittelbar auf eine zunehmende Ersparnis zurückgeführt werden können; diese beeinflusst primär den hypothetischen Gleichgewichtszins, während die faktische Zinsentwicklung auf den Finanzmärkten vor allem von der Geldpolitik und der keineswegs durch die Ersparnis begrenzten Kreditvergabe des Bankensystems geprägt wird. Die *Saving Glut* ist in Wahrheit eine *Liquidity Glut*.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Literatur

Backhouse, R. E./*Boianovsky*, M. (2015): Secular Stagnation − The History of a Macroeconomic Heresy. Blanqui Lecture, European Society for the History of Economic Thought, Rom.

Baldwin, R./*Teulings*, C., Hg. (2014): Secular Stagnation − Facts, Causes and Cures. Centre for Economic Policy Research, London.

Barsky, R. u. a. (2014): The Natural Rate of Interest and Its Usefulness for Monetary Policy. American Economic Review, Papers and Proceedings, 104, 37–43.

Baumol, W. J./*Bowen*, W. G. (1966): Performing Arts − The Economic Dilemma. New York.

Bell, D. (1973): Die nachindustrielle Gesellschaft. Reinbek 1979.

Bernanke, B. S. (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm.

Bibow, J. (2009): Keynes on Monetary Policy, Finance and Liquidity Preference. Abingdon/New York.

Blanchard, O. J. (2016): Do DSGE Models Have a Future? Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 16–11.

Blanchard, O. J./*Fischer*, S. (1989): Lectures on Macroeconomics. Cambridge/London.

Borio, C./*Disyatat*, P. (2011): Global Imbalances and the Financial Crisis − Link or No Link? BIS Working Papers, 346, Basel.

Bullard, J. (2010): Seven Faces of ‚The Peril'. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/Oktober, 339–352.

Caballero, R. J./*Farhi*, E. (2014): On the Role of Safe Asset Shortages in Secular Stagnation. In: Baldwin/Teulings 2014: 111–122.

Clower, R. W. (1967): Foundations of Monetary Theory. In: Monetary Theory − Selected Readings. Harmondsworth 1973, 202–211.

Cukierman, A. (2016): Reflections on the Natural Rate of Interest, Its Measurement, Monetary Policy and the Zero Lower Bound. CEPR Discussion Paper 11467, London.

Disyatat, P. (2011): The Bank Lending Channel Revisited. Journal of Money, Credit and Banking, 43, 711–734.

Dorrucci, E./*McKay*, J. (2011): The International Monetary System after the Financial Crisis. ECB Occasional Papers, 123, Frankfurt.

Eggertsson, G. u. a. (2016): Secular Stagnation in the Open Economy. American Economic Review, Papers and Proceedings, 106, 503–507.

Eggertsson, G./*Mehrotra*, N. (2014): A Model of Secular Stagnation. NBER Working Papers, 20574, Cambridge.

Eichengreen, B. (2014): Secular Stagnation − A Review of the Issues. In: Baldwin/Teulings 2014: 41–46.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Eichengreen, B. (2015): Secular Stagnation − The Long View. American Economic Review, Papers and Proceedings, 105, 66–70.

Eusepi, S. (2007): Learnability and Monetary Policy − A Global Perspective. Journal of Monetary Economics, 54, 1115–1131.

Evans, G. W. (2011): The Stagnation Regime of the New Keynesian Model and Current US Policy. Scottish Institute for Research in Economics, Discussion Papers, 6.

Fehr, H./*Jokisch*, S. (2006): Demografischer Wandel und internationale Finanzmärkte. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 7, 501–517.

Goodhart, C. A. E./*Erfurth*, P. (2014): Demography and Economics − Look Past the Past. Vox, 4.11.14. http://www.voxeu.org/article/demography-and-economics-look-past-past.

Gordon, R. J. (2012): Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. NBER Working Papers, 18315, Cambridge.

Hamilton, J. D. u. a. (2015): The Equilibrium Real Funds Rate − Past, Present and Future. NBER Working Papers, 21476, Cambridge.

Hansen, A. H. (1939): Economic Progress and Population Growth. American Economic Review, 29, 1–15.

Hayes, M. (2006): The Economics of Keynes − A New Guide to the ‚General Theory‘. Cheltenham/Northampton.

Homburg, S. (2015): Overaccumulation, Public Debt, and the Importance of Land. German Economic Review, 15, 411–435.

IMF (2015): World Economic Outlook, Oktober, Washington.

Jakab, Z./*Kumhof*, M. (2015): Banks Are Not Intermediaries of Loanable Funds − And Why This Matters. Bank of England, Working Papers, 529.

Jordà, O. u. a. (2015): Leveraged Bubbles. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Papers, 10.

Keynes, J. M. (1930): Economic Possibilities for Our Grandchildren. In: Moggridge, D., Hg.: The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 9: Essays in Persuasion. London/Basingstoke 1972, 321–332.

Keynes, J. M. (1936): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. 11. Aufl. Berlin 2009.

Keynes, J. M. (1937): Some Economic Consequences of a Declining Population. In: Moggridge, D., Hg.: The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 14: The General Theory and After, Teil II: Defense and Development. London/Basingstoke 1987, 124–133.

Kindleberger, C. P. (1986): The World in Depression 1929–1939. 2. Aufl. Harmondsworth 1987.

Kregel, J. A. (1984/85): Constraints on the Expansion of Output and Employment − Real or Monetary? Journal of Post Keynesian Economics, 7, 2, 139–152.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Krugman, P. R. (1998): It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. Brookings Papers on Economic Activity, 2, 137–205.

Laubach, T./*Williams*, J. C. (2015): Measuring the Natural Rate of Interest Redux. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Papers, 16.

Matthews, R. C. O., Hg. (1982): Slower Growth in the Western World. London.

Poterba, J. (2001): Demografic Structure and Asset Returns. Review of Economics and Statistics, 83, 565-584.

Robinson, J. (1952): The Generalisation of the General Theory and Other Essays. Neuausgabe London/Basingstoke 1979.

Sachverständigenrat (2014): Mehr Vertrauen in Marktprozesse. Jahresgutachten 2014/15. Wiesbaden.

Sachverständigenrat (2015): Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt. Jahresgutachten 2015/16. Wiesbaden.

Samuelson, P. A. (1958): An Exact Consumption Loan Model of Interest With or Without the Social Contrivance of Money. Journal of Political Economy, 66, 467–482.

Schumpeter, J. A. (1942): Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie. München 1950.

Smets, F./*Wouters*, R. (2007): Shocks and Frictions in US Business Cycles − A Bayesian DSGE Approach. American Economic Review, 97, 586–606.

Spahn, P. (2007): Vermögenspreise, Alterung und Ersparnis − Gibt es einen demografisch bedingten ‚Asset Meltdown'? Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 227, 102–106.

Spahn, P. (2016): Streit um die Makroökonomie − Theoriegeschichtliche Debatten von Wicksell bis Woodford. Marburg.

Streißler, E. W. (1980): Die Knappheitsthese − Begründete Vermutungen oder vermutete Fakten? In: Siebert, H., Hg.: Erschöpfbare Ressourcen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 108, Berlin, 9–36.

Streißler, E. W. (1983): Stagnation − Analyse und Therapie. In: Bombach, G. u. a., Hg.: Makroökonomik heute − Gemeinsamkeiten und Gegensätze. Tübingen, 457–476.

Summers, L. H. (2014): Reflections on the ‚New Secular Stagnation Hypothesis'. In: Baldwin/Teulings 2014: 27–38.

Taylor, A. M. (2012): The Great Leveraging. CEPR Discussion Papers, 9082, London.

Taylor, J. B./*Wieland*, V. (2016): Finding the Equilibrium Real Interest Rate in a Fog of Policy Deviations. CEPR Discussion Paper 11264, London.

Thwaites, G. (2015): Why Are Real Interest Rates So Low? Secular Stagnation and the Relative Price of Investment Goods. Bank of England, Staff Working Papers, 564.

Turner, A. (2015): Credit, Money and Ordo-liberalism. Vortrag am Center for Financial Studies, Frankfurt. https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/images/Events/Colloquium_series/2015-Turner/CFS _Frankfurt_Feb_26_kann_veroeffentlicht_werden.pdf

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Vogt, W. (1973): Zur langfristigen ökonomischen Entwicklung eines kapitalistischen Systems. Leviathan, Zeitschrift für Sozialwissenschaft, 1, 161–188.

Weil, P. (2008): Overlapping Generations − The First Jubilee. Journal of Economic Perspectives, 22, 4, 115–134.

Weizsäcker, C. C. von (2014): Public Debt and Price Stability. German Economic Review, 15, 42–61.

Weizsäcker, C. C. von (2015): Kapitalismus in der Krise. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 16, 189–212.

Wicksell, K. (1898): Geldzins und Güterpreise − Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen. München 2006.

Witt, U., Hg. (2001): Escaping Satiation − The Demand Side of Economic Growth. Berlin u. a.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

„Spätkapitalismus“. Stagnationstheorien deutscher Ökonomen zwischen den Weltkriegen

Von *Günther Chaloupek*, Wien

I. Vorfragen

Ein präzise definiertes allgemein akzeptiertes Begriffsverständnis von „Stagnation“ gibt es in der ökonomischen Theorie nicht. Vielmehr war der Begriff immer in Diskussion, ohne dass eine befriedigende Klärung erreicht wurde. Im strengen Sinn würde Stagnation eine Wirtschaft im stationären Zustand bedeuten, bei dem alle gegebenen Möglichkeiten der Produktion ausgeschöpft sind und ihr Volumen durch weitere Akkumulation von Kapital nicht mehr erhöht werden kann[1]. Im 19.Jahrhundert bildete sich ein Konsens heraus, dass ein solcher Zustand in der Realität wenn überhaupt dann nur asymptotisch erreicht wird. Mit heutigen Begriffe ausgedrückt, bedeutet dies ein allmähliches Sinken der Wachstumsrate des Sozialprodukts pro Kopf, wobei es dann eine Frage der Konvention ist, ab welchem Wert des mittelfristigen Wachstums man von „Stagnation“ spricht – objektivierbare Kriterien dafür bieten sich nicht ohne weiteres an.

Schumpeter unterschied von dieser „klassischen“ Version der Stagnation eine „moderne Stagnationstheorie, deren Begründer Keynes ist“[2]. In der *General Theory* (Kapitel 16) postulierte Keynes eine langfristig fallende Tendenz der marginalen Kapitaleffizienz unter jenen Wert, den die Besitzer von Geldkapital als Zinssatz für ihre Veranlagungen gerade noch akzeptieren. Der Unterschied zur klassischen Stagnationstheorie besteht darin, dass nicht nur die Wachstumsrate zurückgeht, sondern dass auch das weiterhin mögliche Potential an Realkapitalinvestitionen und Wirtschaftswachstum nicht realisiert werden kann und es daher zu dauerhafter Unterbeschäftigung kommt. Eine modifizierte Stagnationstheorie Keynes’schen Typs formulierte Alvin Hansen, der Stagnation als „kombiniertes Ergebnis einer Abnahme des Be-

[1] Das wird deutlich in F. Taussigs gleichnamigem Artikel in *Palgrave's Dictionary of Political Economy* aus 1923/26, unverändert nachgedruckt im *New Palgrave 1987*.

[2] Zuerst in seinem Nachruf auf Keynes (*Schumpeter* 1946/1951, S. 268), dann in seiner *History of Economic Analysis* (S. 1172 f.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

völkerungswachstums und des Fehlens von wirklich bedeutenden Innovationen, die große Kapitalveranlagungen absorbieren könnten" erklärte (*Hansen* 1938/1951, S. 380).

In Verallgemeinerung von Schumpeters Charakterisierung der modernen Stagnationstheorie kann man alle Ansätze diesem Typ zuzurechnen, welche die Nichtrealisierung eines Wachstumspotentials („Wachstumsschwäche") durch innere Funktionsmängel der kapitalistischen Marktwirtschaft erklären, z. B. Josef Steindls Ansatz[3]. *Steindl* (1952) entwickelte eine Theorie die Stagnation als Folge der zunehmenden Monopolisierung mit seiner Untersuchung über die US-amerikanische Industrie von 1869 bis 1939.

Die seit dem späten 19. Jahrhundert erkennbare Tendenz zur Monopolisierung der Produktion durch Großunternehmungen und durch Zusammenschlüsse in Form von Kartellen und Trusts war Ausgangspunkt der marxistischen Imperialismustheorie. Mit ihrem unterkonsumtionstheoretischen Ansatz eignet sich die Imperialismusthorie zwar zur Erklärung von Stagnation, wurde aber von ihren Autoren als Krisenverschärfungstheorie konzipiert. In der Perspektive der marxistischen Theoretiker (Rudolf Hilferding, Rosa Luxemburg) markieren Revolution und/oder Zusammenbruch das Ende des Kapitalismus, und nicht eine lang dauernde Ermüdungsphase mit unsicherem Ausgang.

Überwiegend deutschen Ursprungs sind die Versuche, wirtschaftliche Stagnation durch soziale bzw. sozialpsychologische Veränderungen, bzw. durch Veränderungen des „kapitalistischen Geistes" zu erklären, sei es als Folge der Monopolisierungstendenz, aber auch unabhängig davon.

Zentrales Thema der Diskussion unter deutschen Ökonomen in den letzten Jahren vor dem Ersten Weltkrieg und in den Jahren unmittelbar danach war die Frage der Wirtschaftsordnung, d. h. des Übergangs vom Kapitalismus zum Sozialismus. Nicht nur Marxisten, sondern auch viele nichtmarxistische Ökonomen waren der Ansicht, dass sich die Kriegswirtschaft nach Kriegsende zu einer sozialistischen Planwirtschaft weiterentwickeln werde[4]. Als nach dem Ende der Sozialisierungsbewegung der Systemwechsel als Thema seine Aktualität eingebüßt hatte, trat die Frage der langfristigen Entwicklung des Kapitalismus wieder in den Vordergrund. Diese Diskussion ist entscheidend durch Werner Sombarts Theorie des „Spätkapitalismus" geprägt worden.

---

[3] Zu verschiedenen Varianten der modernen Stagnationstheorie siehe *Steindl* 1987.

[4] Siehe z. B. *Jaffé* 1915.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

II. Vom Konkurrenz- zum „Organisierten“ Kapitalismus

Beginnend in den 80er-Jahren des 19. Jahrhunderts entwickelte sich im Deutschen Reich eine bis zum Ersten Weltkrieg ständig steigende Tendenz zur Bildung von Kartellen. Die bewusste Organisation der Produzenten trat zunehmend an die Stelle der Konkurrenz. Diese Entwicklung war nicht auf Deutschland beschränkt, jedoch war diese Form der Beschränkung des Wettbewerbs in Deutschland am häufigsten und am stärksten wirksam. Im Unterschied zu den USA, wo durch die Gesetzgebung Maßnahmen zur Beschränkung von Kartellen und Trusts gesetzt wurden (Sherman Act 1890, Clayton Act 1914), erklärte das deutsche Reichsgericht Kartellverträge für rechtswirksam und erzwingbar, die darüber hinaus in der Urteilsbegründung „überaus positiv gewertet und idealisiert“ wurden.

Der Sonderweg Deutschlands in der Wirtschaftspolitik spiegelt sich im Denken der in Deutschland dominanten wirtschaftswissenschaftlichen Strömung, der Historischen Schule der Nationalökonomie[5]. Wie tief die ablehnende Haltung gegen die Konkurrenz und gegen den Markt ist, zeigt sich an der Bereitschaft Gustav Schmollers, die Ersetzung der freien Konkurrenz durch neue Institutionen, Kartelle und Trusts, zu akzeptieren[6]. Es geht Schmoller nicht darum, die Position der Unternehmer oder des Kapitals zu festigen. Vielmehr sucht er zwischen Kapitalismus und dem von ihm abgelehnten Sozialismus nach einem „dritten Weg“, bei dem der Staat als Institution des gesamtgesellschaftlichen Zusammenhalts eine zentrale Rolle für sich beanspruchen kann.

Auch Werner Sombart verband anfänglich große und optimistische Erwartungen mit der zunehmenden Bedeutung des Kartellwesens in der Volkswirtschaft. „Was wir heute am Anfang des zwanzigsten Jahrhunderts beobachten, sind, wie auf so vielen anderen Gebieten, Keime zu einer grandiosen Neugestaltung der Volkswirtschaft, genauer gesprochen, Ansätze höherer und höchster Formen kapitalistischer Organisation.“ (*Sombart* 1913, S. 319).

Kartellmäßige Organisation der Wirtschaft findet Sombart auch später nicht unvereinbar mit der Idee des (Hoch-)Kapitalismus, sie führt jedoch „zu einer Wandlung seiner inneren Struktur …, die doch letzten Endes eine Abkehr von den Ideen des Kapitalismus in seiner reinen Gestalt bedeutet“ (*Sombart* in Verhandlungen 1928, S. 30 f.).

---

[5] Aber nicht nur die Historische Schule – auch Robert Liefmann kommt in seinem 1910 erstmals erschienenen Buch *Kartelle und Trusts* zu einer überaus positiven Bewertung. Siehe dazu ausführlicher Chaloupek (2015).

[6] Siehe *Schmoller* (1900/1904), Zweiter Teil, S. 55 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

III. Werner Sombarts „Spätkapitalismus“[7]

Sombarts Drei-Stadien-Schema der säkularen Entwicklung des Kapitalismus (Früh-, Hoch-, Spätkapitalismus) findet sich explizit erstmals in seinem Beitrag *Prinzipielle Eigenart des modernen Kapitalismus* in Band IV.1 des *Grundriss der Sozialwissenschaft* (S. 24 ff. „Epochen des Kapitalismus“)[8]. Die jeweils letzte Phase eines Wirtschaftssystems erscheint gleichzeitig als Frühphase eines sich daraus entwickelnden neuen Systems. Die bestimmenden Charakteristika des neuen Systems sind in dieser Übergangs- und Transformationsphase noch nicht klar erkennbar. Um Fehlprognosen der zukünftigen Entwicklung des Wirtschaftssystems zu vermeiden, „muss man sich damit begnügen, in ganz vagen Umrissen die allerallgemeinsten Züge zu zeichnen“, bzw. „die verschiedenen Möglichkeiten aufzuweisen, … zwischen denen dann die Zukunft wählen kann“ (1927, S. 1009). Sombarts Theorie des Spätkapitalismus im 3. Band von *Der moderne Kapitalismus*[9] bleibt daher bewusst skizzenhaft oder auch unbestimmt. In seinem Vortrag bei der Züricher Tagung des Vereins für Sozialpolitik 1928 „Die Wandlungen des Kapitalismus“ präsentierte er zahlreiche konkrete Thesen zu Entwicklungen in einzelnen Bereichen, die teilweise im Widerspruch zu den früheren prognostischen Aussagen stehen.

Für die Frage, in welcher Weise sich der Spätkapitalismus vom Hochkapitalismus unterscheidet, sind zwei Aspekte zentral: die wirtschaftliche Dynamik und das Wirtschaftssystem (i. S. Sombarts). Thema dieses Beitrags ist der erste Aspekt, auf den zweiten wird im Folgenden nur am Rande eingegangen.

1. „Das Wirtschaftsleben der Zukunft“ (1927)

In dieser ersten Version seiner Spätkapitalismustheorie ist es primär der sich wandelnde „Geist des Kapitalismus“, der die Transformation des Wirtschaftssystems prägt. Die „Verlangsamung des Schrittmaßes“ des Kapitalismus (S. 953), die bereits in der letzten Phase des Hochkapitalismus erkennbar geworden ist, führt zu einer anhaltenden Schwächung der Dynamik im Spätkapitalismus. Diese Schwächung ergibt sich aus der Logik des Prozesses

---

[7] In diesem Abschnitt greife ich auf meine frühere Arbeit (*Chaloupek* 1996) zurück.

[8] Sombart verweist auf diese Publikation bereits acht Jahre vor ihrem Erscheinen in Band I,1 (S. 319) der 1916 erschienenen Neubearbeitung seines *Modernen Kapitalismus*. Allein die Terminologie suggeriert freilich, dass auf die Phasen „Früh“- und „Hochkapitalismus“ eine solche des „Spätkapitalismus“ folgt.

[9] Vor allem das letzte Kapitel „Das Wirtschaftsleben der Zukunft“ (S. 1008–1022) sowie vereinzelte kurze Ausblicke in anderen Kapiteln.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

fortschreitender „Rationalisierung“, worunter Sombart „die Annäherung eines Vorgangs/Produktion/, eines Verfahrens/Technik/, einer Einrichtung/Organisation, Institution/an die vollendete Zweckmäßigkeit“ versteht, die wiederum eine immer stärkere und ausschließlichere Ausrichtung der Wirtschaftsführung auf die Gewinnerzielung zum Inhalt hat (S. 590 f.).

Mit der Entstehung und Ausbreitung der modernen Großunternehmung in Form der Kapitalgesellschaft und mit der Organisation ganzer Branchen in Form von Kartellen tritt die Bedeutung der individuellen Unternehmerpersönlichkeit in den Hintergrund. Dadurch ändert sich der „Geist des Kapitalismus“. Es kommt allmählich zu einer Änderung im Verhalten der wirtschaftlichen Akteure. Denn „die treibende Kraft in der modernen kapitalistischen Wirtschaft ist der kapitalistische Unternehmer, und nur er. Ohne ihn geschieht nichts. Er ist darum aber auch die einzige ‚produktive‘, d. h. schaffende, schöpferische Kraft, was sich unmittelbar aus seinen Funktionen ergibt“ – als Fachmann seines Produkts, dem er zum Erfolg verhelfen will, als Kaufmann und als Finanzmann (Band 3/1, S. 12 f.).

Wenn der unternehmerische Drang zu Innovation, Abenteuer und Eroberung nach und nach abnimmt, werden Angriffs- und Konkurrenzgeist zunehmend ersetzt durch die Vervollkommnung organisatorischer Vorkehrungen zur Ausschaltung von Risiken, zur Planung und Steuerung der Produktion und zur Glättung der Fluktuationen des Wirtschaftslebens. Die Verwaltung gewinnt gegenüber der Erneuerung und technischen Perfektionierung die Oberhand. Wo immer dies geschieht, tritt das Versorgungsprinzip an die Stelle des Erwerbsprinzips, also die Güterproduktion erfolgt nicht um des Profites willen, sondern zur Deckung der Bedürfnisse der Bevölkerung, welche prinzipiell keiner Veränderung mehr unterliegen (*Sombart* 1927, S. 1015).

Nicht zuletzt ist die Abnahme der wirtschaftlichen Dynamik im Spätkapitalismus auch eine Folge der veränderten Gestalt des Konjunkturzyklus[10]. Sombart legt besondere Betonung darauf, dass sowohl „Aufschwung als auch Niedergang ihren Anteil an der Förderung des Kapitalismus“ haben. „Ihre Bedeutung liegt zunächst einfach darin, dass sie dazu verhilft, beide Seiten des Kapitalismus, die spekulativ-gewinnerische und die kalkulatorisch-organisatorische, gleichmäßig zur Entwicklung zu bringen.“ Die größten Produktionszuwächse werden im Aufschwung, während die Abschwungsphasen die „Zeiten der inneren Vervollkommnung des kapitalistischen Wirtschaftssystems“ sind, in denen die größten Produktivitätsfortschritte erzielt werden. „Gleichzeitig findet eine Musterung unter den Unternehmungen statt: nur die kräftigen bleiben am Leben, alles Morsche, Faule, Schwäch-

[10] Zur Konjunkturtheorie Sombarts siehe *Backhaus* 1989, *Hagemann* und *Landesmann* 1996.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

liche, das in den Aufschwungszeiten mitgeschwommen war, verschwindet; das Tüchtige, Lebensfähige wird erhalten.“ (S. 584 ff.). Die Bandbreite der Konjunkturschwankungen im Hochkapitalismus weist eine abnehmende Tendenz auf. Die Tendenz zur „Stabilisierung der Konjunktur“, die Sombart allerdings auf Europa beschränkt sieht, ergibt sich aus Entwicklungen, denen die allgemeine Rationalisierungstendenz des Kapitalismus zugrunde liegt: zunehmende Transparenz des Marktgeschehens, rationellere Gestaltung der Produktion in den Unternehmungen, rationellere Gestaltung des Geld- und Zahlungswesens, staatliche Regulierungen und „das bewusste Bestreben der Unternehmer, die Konjunktur zu stabilisieren.“ Diese Tendenzen kommen im Spätkapitalismus immer stärker zum Tragen, womit dem Kapitalismus „seine beste Kraft“ abhanden kommt, die er aus dem Wechsel von Expansion und Rezession zieht (S. 707 ff.).

Immer wieder betont Sombart die „Mannigfaltigkeit“ des Kapitalismus, die auch den Spätkapitalismus charakterisiert. Neben dem dominanten (hoch-)kapitalistischen Unternehmenssektor stehen vorkapitalistische Organisationsformen wie Handwerk und Bauernwirtschaft Seite an Seite mit der „Genossenschaftswirtschaft“ und der „Gemeinwirtschaft“. Die abnehmende Dynamik der Gesamtwirtschaft ist auch eine Konsequenz der von Sombart prognostizierten „Reagrarisierung“ sowie der Ausweitung des nach dem Bedarfsdeckungsprinzip organisierten Bereichs der „Planwirtschaft“, da „die Möglichkeit, das Wirtschaftsleben genossenschaftlich oder gemeinwirtschaftlich zu gestalten, zweifellos in Zukunft immer größer werden wird.“ Das neue spätkapitalistische Wirtschaftssystem „wird eine Reihe von Zügen des Kapitalismus beibehalten, vor allem ihren großbetrieblichen Charakter und den Zug der Vergeistung, der die Wesenheit des modernen Betriebes ausmacht“ (S. 1015).

Sombart betrachtet die „Rationalisierung“ und die daraus resultierenden Tendenzen nicht als bloße Folgeerscheinungen von veränderten wirtschaftlichen Strukturen, sondern als das Ergebnis einer inneren Logik der Entwicklung des kapitalistischen Geistes, die er durch einen Gegensatz von „Geist“ und „Seele“ geprägt sieht. „Geist nenne ich in diesem Zusammenhang alles Immaterielle, das nicht Seele ist. Geist hat ein selbständiges Dasein, ohne lebendig zu sein. Seele ist immer lebensgebunden, als Menschenseele immer personengebunden, Vergeistung ist die Hinbewegung vom Seelischen zum Geistigen, ist Herausstellung, Objektivierung seelischer Vorgänge; Versachlichung … . Das Problem, um das es sich in Wirklichkeit handelt, ist der große sehr allgemeine Vorgang unserer Zeit, den wir auch bei der Gestaltung der Betriebe beobachten: der Entseelung und Vergeistung. Dass und wie der Betrieb sich wandelt aus einer Gemeinschaft lebendiger, durch persönliche Beziehungen aneinander gebundener Menschen in ein System kunstvoll in-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

einandergreifender Arbeitsleistungen, deren Vollbringer auswechselbare Funktionäre in Menschengestalt sind, gilt es zu verstehen.“ (ibidem, S. 895).

Erschöpfung organischer und anorganischer Ressourcen als Stagnationsursachen wird von Sombart im 3. Band des *Modernen Kapitalismus* explizit negiert (S. 1010 ff.) – in diesem Punkt änderte Sombart nur wenig später seine Ansichten grundlegend.

2. „Die Wandlungen des Kapitalismus“ (1928)

Sombart unterscheidet drei Gruppen von Faktoren, die für die Entwicklung des Hochkapitalismus zum Spätkapitalismus bestimmend sind: territoriale Wandlungen, Gestaltswandlungen, Bereichswandlungen.

Die bildhafte Vorstellung von Stagnation als „Verlangsamung des Schrittmaßes des Kapitalismus“ präzisiert Sombart in seinem Referat bei der Zürcher Tagung des Vereins für Sozialpolitik, indem er Stagnation als mehr oder weniger deutlichen Rückgang der Zunahme der Arbeitsproduktivität definiert, der in der Folge zu einem Rückgang der Kapitalakkumulation führt.

Den Rückgang des Produktivitätswachstums führt Sombart auf mehrere Ursachen zurück: natürliche, ökonomische und „geistige“ (soziologische). Neu ist vor allem die Betonung der natürlichen Stagnationsursachen. Die technischen und organisatorischen Fortschritte in der Güterverarbeitung, bei Transport und Handel haben „nur sekundäre Bedeutung“, da „die Produktivität der Arbeit im wesentlichen durch die Produktivität der Urproduktion bestimmt wird,“ welche Sombart als wichtigste Bestimmungsgröße der Gesamtproduktivität erachtet (1929, S. 26 f.).

Hier gibt es nach seiner Einschätzung keinerlei Aussicht auf weitere Steigerung; in der anorganischen nicht, weil die Abbauverhältnisse ungünstiger werden und dies der technische Fortschritt nicht kompensieren kann; in der organischen nicht, da kein neues Land mehr in Bebauung genommen werden kann wie im 19. Jahrhundert. Territorial werde sich der Kapitalismus in den neuen Erdteilen weiter ausbreiten. In ihrem eigenen Industrialisierungsprozess würden die neukapitalistischen Länder einen größeren Teil ihrer Urproduktion für sich selbst verwenden. Folglich wäre Europa gezwungen, seine landwirtschaftliche Rohstoffbasis wieder auszudehnen. Sombart erwartete von dieser „Reagrarisierung“ negative Auswirkungen auf die Produktivität. Die Industrialisierung in den neukapitalistischen Ländern basiert auf Importsubstitution, wodurch sich die Exportmöglichkeiten der altkapitalistischen Länder verringern. Sombart unterstützt die These einer zunehmenden Autarkie der Volkswirtschaften, gleichbedeutend mit einer Verringerung der internationalen Arbeitsteilung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Unter den dem „Gestaltswandel“ zugerechneten Entwicklungstendenzen im Spätkapitalismus ist die anhaltende Monopolisierung von Produktion und Märkten durch Großunternehmungen und Kartelle die wichtigste. Zwar hat die Monopolisierung für sich genommen keine nachteiligen Auswirkungen auf das wirtschaftliche Wachstum, vielmehr ist sie ein Mittel, die Produktion im höchstmöglichen Ausmaß zu rationalisieren. Mit dieser Entwicklung des Kapitalismus geht aber „eine Wandlung seiner inneren Struktur einher, die doch letzten Endes eine Abkehr von den Ideen des Kapitalismus in seiner reinen Gestalt bedeutet“ (S. 30 f.).

Die „Spannung zwischen Irrationalismus und Rationalismus“, die den „subjektiven Geist des (echten) Kapitalismus“ prägt, lässt nach. In der Unternehmensführung nimmt die Bedeutung des „spezifisch Unternehmerhaften, des Intuitiven, des Fingerspitzengefühls“ ab. „Die Zahl der wissbaren Umstände wird größer und größer. Die Geneigtheit des Unternehmers wächst, seine Unternehmung auf einem System von Wissen aufzubauen.“ „Unternehmungen, die mit einem Voranschlag über die beabsichtigte Produktion arbeiten, bekommen den Charakter der Verwaltung“, ihre Leiter „bekommen die Prägung eines Beamten, der sich im Bereich eines außer ihm gesetzten Systems von Tatsachen zu bewegen hat“ (1929, S. 31). Es verringert sich das Gewinnstreben, stattdessen steigt das Bedürfnis nach Kontrollierbarkeit der Abläufe.

Dazu treten zunehmend auch äußere Bindungen. Die staatliche Gesetzgebung schränkt die Freiheit des Unternehmers ein: die Kartellkontrolle mit ihren Eingriffsmöglichkeiten in die Preisbildung. Das Arbeitsverhältnis nimmt durch Einflussnahme seitens des Staates und seitens der Gewerkschaften „mehr und mehr den Charakter eines Beamtenverhältnisses an“ (1929, S. 33).

Die Stagnationstendenz zeigt sich auch in der Betrachtung der Bereichswandlungen. Darunter versteht Sombart nicht Veränderungen der in Sektoren und Branchen eingeteilten Produktionsstruktur einer Volkswirtschaft, sondern Anteilsverschiebungen zwischen drei Bereichen, welche unterschiedliche Wirtschafssysteme repräsentieren. Der kapitalistische Bereich werde auf absehbare Zeit weite Bereiche der Wirtschaft weiterhin dominieren, besonders solche Bereiche, die immer noch einen raschen technischen Umwandlungsprozess durchmachen. Der Kapitalismus verliert aber seine vorherrschende Stellung nach und nach und ändert auch seine Natur in dem Sinne, dass er „gesetzter wird“, die Entwicklung ruhiger und gemessener verlaufe. Der präkapitalistische Bereich, bestehend aus der Landwirtschaft, dem Handwerk und dem Kleingewerbe, werde seinen Anteil ausweiten. Dies ergibt sich als Folge der Reagrarisierungstendenz und ihrer bereits genannten Ursachen. Nach innen rationalisiert dieser Sektor jedoch zunehmend seine Produktions-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

methoden und wird mehr kapitalistisch. Der dritte Bereich, den Sombart das postkapitalistische System nennt, dehnt sich langsam aus auf Kosten des kapitalistischen Bereiches. Monopolisierte und kartellierte Unternehmungen, die das Potential ihrer Rationalisierung ausgeschöpft haben, können ohne Verlust an Effizienz und Produktivität sozialisiert werden. Als Modell für diesen Typ von Unternehmensorganisation dienen Sombart die staatlichen Eisenbahnen, das Postwesen und die kommunalen Versorgungsunternehmungen. Insgesamt bewirken die Bereichswandlungen eine Verlangsamung der Produktivitätszunahme.

IV. Stagnation und Krise als Tagungsthemen des Vereins für Socialpolitik

1. „Zürich versus Wien“

Das Referat bei der Zürcher Tagung des Vereins für Sozialpolitik 1928 war für Sombart einerseits eine willkommene Gelegenheit, eine kompakte Version seiner Vision der Zukunft des Kapitalismus im 3. Band seines *magnum opus* vor der versammelten Gemeinschaft der deutschsprachigen Nationalökonomen zu präsentieren. Gleichzeitig nutzte er auch diese Möglichkeit zu Gegenthesen zu den Referaten der vorangegangenen Wiener Tagung 1926, wo die „Krisis der Weltwirtschaft“ Gegenstand der Hauptreferate von Bernhard Harms und Franz Eulenburg gewesen war (Verhandlungen 1926, S. 28 ff.). Harms hatte dort entschieden verneint, dass der Hochkapitalismus an seinem Ende angelangt ist. Vielmehr sah Harms – unter kritischer Bezugnahme auf Sombart – die „im kapitalistischen Geiste wurzelnde Triebkraft der marktwirtschaftlich-individualistischen Ordnung“ ungebrochen. „Kapitalismus und kapitalistischer Geist sind in einem Wandel begriffen, der jedoch, statt ihr Wesen zu verändern, es eher noch prägnanter zum Ausdruck bringt.“ Die tiefgreifendste Strukturveränderung bestehe darin, dass „das Herz des Weltkapitalismus nicht mehr in Europa, sondern in den Vereinigten Staaten von Amerika“ schlägt, „denen im bevorstehenden Zeitalter des Hochkapitalismus die Führung zufallen wird“ (S. 32 f.). Die schwache Wirtschaftsentwicklung in der Mehrzahl der europäischen Staaten nach dem Weltkrieg war für Harms nicht Ausdruck einer dem Wirtschaftssystem inhärenten Tendenz zur Stagnation, sondern durch politische Faktoren verursacht: als Folge einer Zersplitterung großer einheitlicher Wirtschaftsgebiete in zahlreiche Kleinstaaten und der Störung der zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen durch den Protektionismus, der die Außenhandelspolitik in Europa beherrschte. Diese haben verhindert, dass die großen Wachstumspotenziale realisiert werden, die auch in der europäischen Industrie nach wie vor vor-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

handen sind[11]. Den Begriff Freihandel vermeidend, plädierten Harms und Eulenburg für Kooperation in der Außenhandelspolitik und gegen Autarkie.

Im Referat Sombarts bei der Zürcher Tagung erscheint die Tendenz zur Autarkie wesentlich als ökonomischer Prozess, nämlich als Konsequenz der „territorialen Wandlungen", d. h. der zunehmenden Industrialisierung bisher nicht-kapitalistischer Länder. Die einschneidenden Veränderungen in der Arbeitsteilung innerhalb Europas nach dem Weltkrieg erwähnt er in seinem Referat überhaupt nicht. Sie werden auch in der Diskussion nicht erwähnt, obwohl Sombarts Stagnationsthese überwiegend kritisch aufgenommen wurde.

2. Technischer Fortschritt

Gegenstand der Kritik bei der Zürcher Tagung an Sombarts Stagnationstheorie waren vor allem seine Thesen zum technischen Fortschritt. Technischer Fortschritt wird von Sombart fast ausschließlich als solcher der Produktionstechnik gesehen. Die Herstellung gegebener Produkte wird immer weiter rationalisiert, wobei die Produktivitätssteigerung tendenziell immer geringer wird. Dagegen wandte der Korreferent Christian Eckert ein, dass die gewaltigen Erfindungen in den ersten Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts, die großen Fortschritte auf dem Gebiet der Raumbeherrschung und Raumüberwindung, die Verbrennungsmotoren, die Radiowellen, usw., nicht auf eine Verlangsamung des technischen Fortschritte schließen lassen, sondern eher auf dessen Beschleunigung. Der These der zunehmenden Erschöpfung natürlicher anorganischer Ressourcen stellte Eckert das große Potenzial neuer Energiequellen wie Erdöl und Wasserkraft gegenüber (Verhandlungen 1929, S. 51).

Ähnlich wie Eckert bezweifelte Emil Lederer, dass eine Verlangsamung des Tempos „im rein ökonomischen Sinn, und späterhin im Sinne des geistigen Tempos des Kapitalismus heute festgestellt werden kann" (S. 98).

Sombart bestritt in seinem Schlusswort, dass von den technischen Innovationen der jüngsten Vergangenheit nennenswerte Wirkungen auf die Arbeitsproduktivität ausgehen würden, vielmehr werde durch solche angeblichen „Errungenschaften … unsere Arbeit auf unnütze Gegenstände abgelenkt" (S. 131). Es wird hier deutlich – abgesehen von der faktischen Fehleinschätzung – dass der Begriff der Produktivität als Indikator für den wirtschaftliche Fortschritt zu eng ist, weil damit die Bedeutung neuer Produkte, insbesondere neuer Konsumgüter nicht erkannt wird.

[11] Vgl. auch den Beitrag von *Harms* (1928).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Diskussion über Sombarts Thesen zur Rohstoffknappheit und zur Reagrarisierung fand eine Fortsetzung auf der Dresdner Tagung des Vereins für Sozialpolitik 1932 im Referat von Gerhard Colm (Kieler Institut für Weltwirtschaft). Im Gegensatz zu Sombarts Prognosen hatte es schon vor dem Beginn der Weltwirtschaftskrise einen Preisverfall bei Rohstoffen gegeben (Verhandlungen 1932, S. 36 f.).

3. Soziologische Ursachen der Stagnation

Kaum Zustimmung fanden die von Sombart genannten soziologischen Ursachen der Stagnation. Eckert bezweifelte, dass der Formwandel der kapitalistischen Unternehmung, ihre Neugestaltung im Sinne der Rationalisierung „überhaupt den Wesenskern kapitalistischer Unternehmungen zu treffen vermögen, ob wirklich die ‚Fesselung‘ des Kapitalismus so entscheidend wurde, wie man sie in jüngster Zeit darzustellen beliebte.“ Im Wirtschaftsleben der USA sieht Eckert „unverwandeltes, ungebrochenes Profitwollen“. Die Tendenz zur Formalisierung innerer Strukturen „ist den kapitalistischen Unternehmungen nicht wesensfremd“. „Wenn durch verbesserte Organisation an die Stelle des zersplitterten der geregelte Wettbewerb tritt, ist das nichts als eine wertvolle Verbesserung des kapitalistischen Wirtschaftszustandes.“ (S. 47 ff.). Lederer hielt eine Aussage darüber zumindest für verfrüht, ob „wir uns Kapitalismus nur auf der Grundlage des persönlichen Unternehmers vorstellen können“, bzw. ob Entwicklungstendenzen wie „Normalisierung, Typisierung, Organisation in der Produktionssphäre und in der Handelssphäre ein Abklingen des kapitalistischen Produktionstempos und eine späte Epoche des Kapitalismus bedeuten“ (S. 98).

4. Spätkapitalismus und Sozialismus

In Sombarts 3-Stadien-Schema erscheint die jeweils letzte Phase eines Wirtschaftssystems gleichzeitig als Frühphase eines sich daraus entwickelnden neuen Systems. Mehrere Redner in der Diskussion bei der Zürcher Tagung kritisierten den Begriff des Spätkapitalismus wegen seiner impliziten Botschaft, die am Ende eine Ablösung des Kapitalismus durch den Sozialismus suggeriert.

Tatsächlich hatte Sombart in seinen jungen Jahren starke Sympathien für den Sozialismus erkennen lassen. In seiner Charakterisierung des Spätkapitalismus war er hingegen darum bemüht, diesen als Mischsystem aus vor- und hochkapitalistischen sowie sozialistischen, kollektiv- und gemeinwirtschaftlichen Elementen darzustellen. Er betonte daher die Vielfältigkeit und Buntheit des Wirtschaftslebens im Spätkapitalismus, in dem die drei Bereiche nebeneinander existieren, ohne inhärente Tendenz zum Sozialismus.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

5. Die Tagung 1932: Strukturelle Ursachen der Großen Depression

Seit der Zürcher Tagung 1928 hatte sich die Problemstellung grundlegend verschoben. An die Stelle der Frage, ob und aus welchen Gründen die Wachstumsdynamik des Kapitalismus langfristig abnimmt, war nach vier Jahren Rezession und Depression die Frage getreten, auf welche Faktoren die nach historischen Maßstäben außergewöhnliche Dauer und Tiefe der Krise zurückzuführen sei.

Manuel Saitzew (Universität Zürich) identifizierte in seinem Einleitungsreferat die aus politischen Gründen in vielen Staaten nach dem Weltkrieg forcierte Industrialisierung „hinter dem Schutzwall eines Höchstprotektionismus" als wesentliche Ursache der Depression. Dadurch sei ein außerordentliches Maß an Disproportionalitäten entstanden, deren Abbau die Depressionsphase verlängert habe (Verhandlungen 1932, S. 28 f.).

Gerhard Colm entwickelte in seinem Referat eine Erklärung der Großen Depression auf monopoltheoretischer Grundlage, die späteren Stagnationstheorien nahe kommt. Während bei freier Konkurrenz die ungünstig produzierenden Betriebe aus dem Produktionsprozess ausgeschaltet werden, findet in der hochentwickelten modernen Industrie „bei der tatsächlich herrschenden beschränkten Konkurrenz diese Auslese nicht statt: vielmehr werden nur verhältnismäßig wenige Betriebe ganz stillgelegt, fast alle arbeiten mit schwacher Ausnutzung ihrer Kapazität, infolgedessen mit steigenden Kosten", die noch durch steigende Soziallasten verschärft werden. So dürfe man „zugespitzt sagen, dass unter den Bedingungen der modernen Technik und Wirtschaftsorganisation die kapitalistische Krisis ihren kapitalistischen Sinn der Bereinigung weitgehend verloren" und zur Krisenverschärfung beigetragen hat (S. 43 f.).

Ist an dieser Stelle eine Anknüpfung an Sombarts (und Schumpeters) Konjunkturtheorie unübersehbar, so bezieht sich Colm bei einem weiteren Faktor der Krisenverschärfung offenbar auch auf Walther Hoffmanns Strukturuntersuchungen (siehe Punkt VI.2. diese Beitrags). Bei dem „hohen Anteil der Produktionsmittelindustrien und dem modernen elastischen Kreditapparat … kann eine Expansion der Kaufkraft im Aufschwung durch eine Investition erfolgen, die über die Ersparnisse der Konsumenten hinausgeht." In der Rezessionsphase finanzieren die Unternehmungen die Rückzahlung ihrer Schulden aus den Abschreibungen, ohne zu investieren. „Der Wechsel von Anspannung und Entspannung des Kreditapparates macht diesen Wechsel von Kaufkraftausweitung und Kaufkraftschrumpfung möglich" (S. 44 f.) – heute würden wir sagen: von Ausweitung und Schrumpfung der gesamtwirtschaftlich Nachfrage.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Colm warnt vor zu viel Optimismus bezüglich der Wirkungen von Preissenkungen für eine Überwindung der Krise. Denn trotz Kartellierung der Industrien sei die Tendenz, „durch Preissenkung den Absatzrückgang zu überwinden, sehr stark.“ Diese verfehlen aber ihre Wirkungen wegen der „Nachfrageschrumpfung nach Produktionsmitteln in der Depression. Selbst eine Preissenkung würde den Binnenabsatz in der Depression nur in verhältnismäßig engen Grenzen beleben können. Die allgemeine Beurteilung der Zukunftsaussichten sowie die Situation auf dem Kapitalmarkt sind für die Vornahme von Investitionen und Ersatzbestellungen in höherem Maße bestimmend als das Ausmaß der Preissenkung etwa für Eisen und Stahl“ (S. 47).

Die durch die monopolistischen Strukturen reduzierte Anpassungsfähigkeit der industriellen Produktion wird zusätzlich vermindert durch die Maßnahmen der Wirtschaftspolitik. Statt Anpassungsprozesse durch „planmäßige staatliche Wirtschaftspolitik“ zu unterstützen, sind diese durch eine Vielzahl von punktuellen Interventionen in der Industrie-, Handels-, Sozial- und Finanzpolitik gehemmt worden, welche auf Druck mächtiger Partikulärinteressen gesetzt wurden. „Die Mängel des kapitalistischen Marktmechanismus legten Interventionen nahe, die … die Schäden, die sie bekämpfen wollten, vielfach noch verschlimmerten. Unbegründet ist es aber, diese Schäden selbst ausschließlich den Interventionen, der sogenannten ‚Verfälschung des Kapitalismus‘, zuzurechnen.“ (S. 48).

V. Spätkapitalismus als dauerhafte Zwischenform

In den wenigen Jahren einer demokratischen Öffentlichkeit, die bis zur Machtübernahme der Nationalsozialisten in Deutschland noch verblieben, scheint der Begriff Spätkapitalismus eine gewisse Verbreitung im politischen[12] und intellektuellen[13] Diskurs gewonnen zu haben. Dass er sich „allgemein durchgesetzt hat“, wie *Sombart* 1930 (S. 228) behauptete, scheint jedoch für die deutsche ökonomische Fachliteratur nicht zuzutreffen. Er findet sich nicht in den Referaten und Diskussionsbeiträgen der Dresdner Tagung des Vereins für Sozialpolitik 1932.

Angesichts der drastischen Veränderung der äußeren Umstände nach 1929 ist es eigentlich überraschend, wenn Alfred Müller-Armack in seinem Buch *Entwicklungsgesetze des Kapitalismus* Sombarts Drei-Stadien-Schema zum

[12] In seiner oft zitierten programmatischen Rede vor dem SPD-Parteitag 1929 erwähnt Hilferding Sombart, der mit seinem Begriff Spätkapitalismus einen „neuen Höhenflug des Kapitalismus negiert“ (S. 4/166).

[13] Die Büchergilde Gutenberg spricht in einem Werbetext für B. Travens gleichnamigen Roman vom „Totenschiff als Bild vom untergehenden Spätkapitalismus.“

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ausgangspunkt seiner Gegenwartsdiagnose nimmt, allerdings ohne Verwendung des Begriffs Spätkapitalismus: „Nach dem Weltkrieg steht jetzt der neue Zustand klar vor Augen. Der Hochkapitalismus, das Wirtschaftssystem des 19. Jahrhunderts, geht in eine temperierte Spätform über, nicht nur, weil die sich ihm entgegensetzenden Mächte seinen rücksichtslosen Vormarsch hemmen, sondern auch durch Wandlungen seiner inneren Struktur.“ (S. 111). Müller-Armacks grundlegendes Anliegen besteht darin, aufzuzeigen, dass diese Wandlungen der inneren Struktur einer Überwindung der Krise bzw. Stagnation des Spätkapitalismus nicht absolut entgegenstehen, wenn sich die Politik von der Dichotomie liberaler Kapitalismus – Sozialismus zu lösen vermag.

Eben so wenig wie die Entstehung des Konkurrenzkapitalismus (Hochkapitalismus) auf ausschließlich der wirtschaftlichen Sphäre entstammende Ursachen zurückgeführt werden kann, ist der Übergang zur gebundenen Form des Interventionskapitalismus, auch dort, wo er „scheinbar wie bei der Entwicklung der Kartelle rein aus wirtschaftlichen Motiven erwächst“, ohne das Wirken politischer Kräfte erklärbar, und „so wenig darf man die gegenwärtige Situation zur eindeutigen Vorform einer erwarteten staatskapitalistischen oder staatssozialistischen Zukunft machen“ (S. 103 f.).

Hatte die parlamentarische Staatsform im Sinne der liberalen Auffassung zunächst den Zweck, die Nichtintervention des Staates sicherzustellen, so wurde sie in ihrer politischen Eigendynamik zum Träger der staatlichen Expansion. Die Staatsintervention durch parlamentarische Gesetzgebung förderte die Kartellbewegung durch Schutzzölle, aber auch durch Statuierung zahlreicher anderer Bindungen der Unternehmertätigkeit (Sozialgesetze, etc.). Es ist daher zu unterscheiden zwischen „rein wirtschaftlich bedingten inneren Entwicklungen“ und „Veränderungen, die durch Eingriffe politischer Mächte herbeigeführt sind, die wirtschaftlich tiefgreifend aber nicht notwendig sind und bei Verfall der sie tragenden politischen Konstellation notwendig wieder rückgängig gemacht werden müssen“ (S. 113 f.).

Unter der Annahme solcher unterschiedlichen Handlungsoptionen der Politik erscheint auch die Tendenz einer immer weiter voranschreitenden Monopolisierung der Produktion, bis sie schließlich in staatliche Regie genommen wird, keineswegs vorgegeben. Die technischen Gegebenheiten führten nur in einigen wenigen Bereichen (mit kontinuierlich sinkenden Grenzkosten) zum absoluten Monopol, in oligopolisierten Märkten liegt „das Wettbewerbssystem gewissermaßen latent auch der neuen Ordnung zugrunde.“ Überhaupt behält das Wettbewerbssystem gegenüber unterschiedlichen Gestaltungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen „eine beträchtliche Elastizität, die nach allen Eingriffen das Ganze in seine – ökonomisch gesehen – ursprüngliche Gestalt zurückschnellen lässt. Das Konkurrenzsystem hat hier nur scheinbar abgedankt“ (S. 119).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der „gebundene Kapitalismus“ als irreversible Form dieser Wirtschaftsordnung widerspricht zwar der altliberalen Doktrin, ist aber keine Vorform des Sozialismus. Die andere „Gebundenheit des Interventionsstaates an seine private Gegensphäre“ ist ein bleibender Gegenpol zur Expansion interventionistischer Staatstätigkeit. „Zwischenform“ ist daher nicht zeitlich gemeint (S. 125), sondern dauerhaft angelegt. Allerdings weist die krisenhafte Entwicklung darauf hin, dass das Verhältnis von Staat und privater Wirtschaft seine passende Form noch nicht gefunden hat, weder in Bezug auf die eigenwirtschaftliche Betätigung des Staates noch auf das Ausmaß der steuerlichen Inanspruchnahme der privaten Wirtschaftstätigkeit (S. 216 f.).

Die entscheidende Ursache der gegenwärtigen Krise des Kapitalismus ist für Müller-Armack demnach politisch, nämlich das Fehlen einer positiven Konzeption des Interventionsstaates. Bis zu diesem Punkt der Analyse gibt es starke Parallelen zu Keynes’ Broschüre „Das Ende des Laissez-faire“ (1928/1926), in der auch die Grundzüge einer solchen Konzeption kurz skizziert waren. Müller-Armack beschränkt sich in dieser Hinsicht auf kurze Andeutungen, die jedoch in eine ganz andere Richtung zielen. Seine Hoffnungen richten sich auf den autoritären Staat nach dem Muster des italienischen Faschismus, auf den an mehreren Stellen verwiesen wird[14].

VI. Andere Stagnationstheorien

1. Adolf Löwe

Adolf Löwes Stagnationstheorie beruht auf der Imperialismustheorie Franz Oppenheimers. In dieser Abwandlung der marxistischen Imperialismustheorie ist die Verfügbarkeit einer ausreichend großen industriellen Reservearmee Voraussetzung dafür, dass weiterhin Mehrwert akkumuliert und so die Fortsetzung der erweiterten Reproduktion des Kapitalismus gesichert werden kann. Der imperialistische Expansionsdrang der nationalstaatlich organisierten Kapitalisten gilt nicht – wie in der marxistischen Version – nur der Sicherung von Absatzmärkten. In den Industrieländern wird das Potenzial für die aus ländlich-feudalen Regionen rekrutierte Reservearmee immer kleiner, sodass sie aus immer ferneren Gegenden ergänzt werden muss. In letzter Konsequenzen gibt es zwei mögliche Szenarien“: ein „Zusammenbruch der kapitalistischen Wirtschaft“, der eine politische Katastrophe auslösen kann; oder die „Abnahme der expansiven Antriebe“ führt zu einem „Übergang zu einer

[14] Es sind „die faschistischen Bewegungen“, die einen Weg aufzeigen, „dass das politischen Handeln seine Bestätigung nicht von irgendwelchen Entwicklungsgesetzen sich zu sichern vermag, sondern an den spontanen Einsatz der Tat in der jeweils individuellen Situation gebunden bleibt“ (S. 215).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

neuen Statik, welche die spezifischen Störungselemente der kapitalistischen Wirtschaft auszuscheiden vermag“ (*Löwe* 1924, S. 227).

Eine klar und dezidiert reformistische Perspektive nimmt Löwe erst vier Jahre später in einem Diskussionsbeitrag bei der Zürcher Tagung des Vereins für Sozialpolitik ein. Die kapitalistische Verkehrswirtschaft könne nur „durch Dämpfung ihres Expansionsdranges … vor gewaltsamer innerer Zerstörung bewahrt werden“, in die sie eine zunehmende „Spannung zwischen der technischen und der sozialen Ordnung“ hineintreibt. Daher sei die Tendenz zur Stabilisierung, die Löwe „als objektive Tendenz der Entwicklung, wenn auch mit anderer Begründung als Sombart“ sieht, nicht „mit skeptischer Resignation“ hinzunehmen, sondern „mit dem Optimismus derer, die bereit sind, mit dieser Verminderung der wirtschaftlichen Energien eine größere Freiheit des politischen und sozialen Lebens zu erkaufen“ (Verhandlungen 1929, S. 347).

2. Walther G. Hoffmanns strukturelle Stagnationstheorie

Eine strukturelle Stagnationstheorie auf statistisch-empirischer Grundlage entwickelte Walther G. Hoffmann (1903–1971) in seinen am Kieler Institut für Weltwirtschaft durchgeführten Studien über das Wachstum der einzelnen Industriezweige und der Industrie insgesamt seit der Industriellen Revolution (*Hoffmann* 1931, 1940/1955).

Hoffmanns erste Studie untersuchte in einem Vergleich mehrerer europäischer und außereuropäischer Länder die langfristigen Veränderungen der Anteile der Konsumgüter- und der Kapitalgüterindustrien. Es wird zwischen drei Stadien der Industrialisierung unterscheiden. Im Zuge des langfristigen Wachstums der Industrieproduktion verschiebt sich das Verhältnis von Konsumgüter- zu Kapitalgüterindustrie von 4:1 im ersten zu (tendenziell) 1:1 oder 0,8:1 im letzten Stadium, wobei diese Relation allerdings in den USA 1927 erreicht wurde. Hoffmann gelangt aufgrund des Vergleiches zur Feststellung, dass sich dieses Muster der Abfolge dieser Stadien in der wirtschaftlichen Entwicklung aller untersuchten Länder wiederfindet. Nach diesem Verhältnis bestimmt Hoffmann den jeweiligen Entwicklungs- bzw. Reifegrad der einzelnen Volkswirtschaften. Hoffmann vermeidet dabei, von einem „Gesetz“ zu sprechen. Sein Versuch der Bildung von „Durchschnittstypen“ der einzelnen Stadien soll eine „systematische Ordnung“ schaffen, wobei die Berechtigung dieser Einteilung der Wirtschaftsentwicklung für den konkreten Fall „nur aus dem Material selbst erwiesen werden kann“ (1931, S. 29).

Hoffmann merkt an einigen Stellen an, dass mit den von ihm festgestellten Strukturveränderungen eine langfristige Zunahme der Kapitalintensität bzw. des Kapitalkoeffizienten einhergeht, geht aber auf die möglichen Konsequenzen für die Wachstumsrate der Produktion nicht ein.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Frage des Produktionswachstums in der Industrie und seiner langfristigen Entwicklung behandelt Hoffman in seiner 1940 auf Deutsch und 1955 in englischer Übersetzung erschienenen umfangreichen Studie *Wachstum und Wachstumsformen der englischen Industriewirtschaft.* Der Ansatz ist wiederum statistisch-empirisch. Im Unterschied zur Vorläuferstudie wird nicht die Struktur der Industrie, sondern das Wachstum der Produktion der einzelnen Industriebranchen seit Beginn der Industrialisierung (hier mit 1700 angesetzt) anhand von eigens konstruierten Indices dargestellt und auf dieser Grundlage ein Typologie der industriellen Entwicklung Großbritanniens entworfen.

Hoffmann ermittelt diesmal einen Normaltypus für das langfristige Produktionswachstum einer einzelnen Industriebranche, dem die tatsächliche Entwicklung in den meisten Industrien mehr oder weniger gut entspricht. Typischer Weise durchläuft eine Industriebranche drei Phasen: zunehmende Wachstumsraten in der ersten Phase, sinkende Wachstumsraten in der zweiten Phase, absoluter Rückgang der Produktion in der dritten Phase. Verschieden sind dabei die Parameter (Wachstumsraten, Dauer der Phasen) und der zeitliche Beginn des Wachstums in den einzelnen Branchen.

Wenn nur für 26 der untersuchten 45 Branchen eine Phase mit zunehmenden Wachstumsraten nachweisbar ist, so liegt dies teilweise auch daran, dass für das 18. und frühe 19.Jahrhundert die statistischen Quellen keine verlässliche quantitative Erfassung der Produktion gestatten. Auch aus diesem Grund haben viele Branchen keine erste Phase, d. h. ihre Wachstumsrate hat von Beginn an sinkende Tendenz. 18 Branchen befanden sich vor 1913 bzw. 1935 im Stadium des absoluten Produktionsrückgangs[15].

Auch wenn das Entwicklungsmuster lückenlos für alle Branchen gelten würde, folgt daraus nicht, dass der Index der gesamten Industrieproduktion einen ebensolchen Verlauf nehmen muss. Denn es werden immer wieder neue Branchen in diesen Gesamtindex aufgenommen, und es ist bei entsprechendem Gewicht gut möglich, dass ihre steigenden Wachstumsraten die fallenden Raten anderer Branchen kompensieren oder überkompensieren. Das Wachstum der Produktion insgesamt kann daher über die Gesamtperiode zunehmen oder konstant bleiben.

Es gibt auch keinen zwingenden Grund, dass eine Phase des Niedergangs irgendwann eintreten muss (S. 200). Hoffmann führt auch einzelne Branchen an, in denen das Wachstum über lange Zeiträume konstant bleibt, oder wo es zu einer Wiederbelebung des Wachstums kommt. Er findet jedoch auch, dass solche Ausnahmen, besonders die letzteren, selten sind.

Tatsächlich zeigen die Zahlen, dass die Wachstumsrate der britischen Industrieproduktion insgesamt seit langer Zeit rückläufig ist (S. 207). Das

[15] Siehe Tabelle 49 in *Hoffmann* (1955), S. 184.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wachstum der Industrieproduktion erhöhte sich in der ersten Phase von bis zu 2 Prozent p. a. 1701–1779 auf 3 bis 4 Prozent 1818–1855. Dort beginnt die zweite Phase, in der die Wachstumsrate auf 2 bis 2 Prozent (1856–1876) und weiter auf 0 bis 2 Prozent 1877–1935 zurückgeht[16]. Im Durchschnitt betrug das Industriewachstum zwischen 1856 und 1913 noch 2 Prozent p. a. und nach dem Weltkrieg (1923–1935) 1,9 Prozent p. a. Hoffmann stellt auch in anderen Wirtschaftssektoren ein ähnlicher Verlaufsmuster fest (S. 209 ff.).

Auf der Grundlage verfügbarer statistischer Reihen (Wagenführs Index der deutschen Industrieproduktion) vermutet Hoffmann auch für Deutschland ein ähnliches Verlaufsmuster. Allerding ist in Deutschland die Wende von der ersten zur zweiten Phase später, nämlich um 1896 eingetreten.

Nach dem 3-Phasen-Schema Hoffmanns tritt die Industrieproduktion bzw. die Volkswirtschaft in ihrer Gesamtheit zwar nicht notwendiger Weise in eine Stagnationsphase ein. „Stagnation ist möglich, aber nicht zwingend" (*Brandt* 1988, S. 474). Stagnation wird aber immer wahrscheinlicher, je größer die Industrieproduktion, da der Wachstumseffekt neuer Branchen relativ geringer wird, und immer mehr Branchen in eine Phase mit geringerer Dynamik eintreten. Eine solche Stagnationserklärung konnte vor dem Hintergrund der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in der Zwischenkriegszeit sehr plausibel erscheinen.

Der Text des Buches enthält manche Andeutungen in diese Richtung. Hoffmann will aber seine Schema nicht als „Gesetz des Industriewachstums" verstanden wissen, sondern als Arbeitshypothese, die allerdings durch die Tatsache gestützt wird, dass die Industrieproduktion nun (1939) auch in den USA und in Deutschland in die Phase sinkender Wachstumsraten eingetreten ist (S. 217).

Eine Erklärung der Stagnationstendenz durch biologistische Analogien hat Hoffmann keinen Erklärungswert. Statt nach einem „inneren Gesetz der abnehmenden Dynamik" nach dem Sombart'schen Muster zu suchen, identifiziert Hoffmann drei sehr unterschiedliche Gruppen von Faktoren, die den Übergang von der ersten zur zweiten Phase erklären können: Änderungen in der Handelspolitik, industrielle Entwicklungen in anderen Ländern, erhöhte Kosten bestimmter britischer Rohstoffe (S. 214). So etwa hat die forcierte Freihandelspolitik Großbritanniens in der zweite Hälfte der 19. Jahrhunderts die Industrie einer schärferen Konkurrenz durch Importe ausgesetzt, der manche Branchen nicht gewachsen waren. Auf den internationalen Märkten nahm die Konkurrenz durch erfolgreiche Industrialisierung anderer Länder zu. Nach langjährigem Abbau waren Kostensteigerungen in der eigenen Rohstoffgewinnung unvermeidbar, die Rohstoffe wurden vermehrt importiert.

---

16 Siehe Tabelle 5 in *Hoffmann* (1955), S. 31.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

3. Soziologische Stagnationstheorien

In seiner Theorie des Wirtschaftssystems lässt Sombart a priori offen, welche der drei Grundkategorien Geist, Form und Technik der stärkste Bestimmungsfaktor in ihrer langfristigen Entwicklung ist. Für den Kulturphilosophen Max Scheler (1874 bis 1928) ist der Kapitalismus „an erster Stelle kein ökonomisches System der Besitzverteilung, sondern ein ganzes Lebens- und Kultursystem“, das „von den Zielsetzungen und Wertschätzungen eines bestimmten biopsychischen Typus Mensch, eben des Bourgeois[17]“ (S. 321) getragen wird. Auch die Sozialisten sind Teil dieses vom kapitalistischen Geist geprägten Kultursystems, sodass der Sozialismus eine Fortsetzung des Kapitalismus in veränderter Form wäre.

Anders als Sombart begründet Scheler seine These vom Absterben des Kapitalismus mit biologischen Argumenten. „Es ist ein inneres Gesetz des Bourgeoistypus selbst, dass eben die Grundeigenschaften, die ihn innerhalb der kapitalistischen Ordnung als Unternehmer, Händler, usw. reüssieren lassen, auch seine verringerte Fortpflanzung und damit die Verringerung der Übertragung der charakterologischen Erbwerte, die die Anlagen zum kapitalistischen Geist ausmachen, zur notwendigen Folge haben.“ (S. 332) Anzeichen dafür glaubte Scheler in einer abnehmenden Wagnisbereitschaft bei zunehmendem Sicherheitsbedürfnis der Unternehmensführer, bei einer neuen Einstellung der jungen Generation zu Leben und Natur, zu Erotik und Politik zu erkennen. Schelers Gedankengänge erscheinen heute als extremes Produkt einer „geisteswissenschaftlichen“ Richtung, dem auch die zeitgenössischen Sozialwissenschaftler im Einzelnen kritisch gegenüber standen.

In seinem Survey des deutschen Schrifttums über den „Ausgang des Kapitalismus“ kommt der Autor Paul Jostock zu dem Schluss, dass „eine Katastophe nicht wahrscheinlich [ist], wohl aber eine Umwandlung zur Statik und vielleicht ein langsames, völliges Absterben.“ Er hielt Schelers individualbiologische Begründung für unhaltbar, stimmte aber mit ihm darin überein, dass „für die Überwindung des Kapitalismus doch nur die Überwindung des kapitalistischen Geistes ausschlaggebend [ist]“ (Jostock 1928, S. 274 ff.).

VII. Sombarts Verabschiedung des Spätkapitalismus

In seiner 1932 veröffentlichten Broschüre „Die Zukunft des Kapitalismus“ charakterisiert Sombart den Spätkapitalismus als „Planwirtschaft“ im Unterschied zur „planlosen Freiheit und individuellen Willkür der Vergangenheit“

[17] In Anlehnung an Sombarts Buch Der Bourgeois, dem Scheler eine eingehende Betrachtung widmete (S. 247–317).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

und zur „planlosen Bindung und Reglementierung der Gegenwart“ (Sombart 1932, S. 13). Planwirtschaft bedeutet für Sombart „das Nebeneinanderbestehen und Ineinandergreifen einer bunten Fülle von Wirtschaftsformen und Wirtschaftssystemen“, die „in den Gesamtplan sinnvoll eingefügt werden“ (S. 19), d. h. Koordinierung der verschiedenen Interventionen und regulierenden Aktivitäten des Staates und der kollektiven regulierenden Aktivitäten der Unternehmungen durch eine zentrale Instanz. Die Selbstregulierung der Wirtschaft durch Kartelle, Monopolisierung ganzer Branchen der Industrie, die Organisierung der Arbeitskräfte in den Gewerkschaften und andere Faktoren haben zur Einführung verschiedenster Formen staatlicher Kontrolle und Lenkung geführt, während die Entwicklung der zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen nach dem Ersten Weltkrieg zu einer wesentlichen Intensivierung der Staatsintervention im internationalen Bereich geführt haben. Die Einführung der Planwirtschaft ist nur der letzte, wenngleich wichtige Schritt im Zuge der Entwicklung von der freien Wirtschaft zur „gebundenen Wirtschaft“ im Spätkapitalismus. Demnach verstand Sombart unter Planwirtschaft eine dauerhafte Mischform aus Elementen verschiedener Wirtschaftssystemen, deren Realisierung einen „entschlossenen Willen zu einer Neuordnung erfordert“. Autoritäre Vorbilder sind Lenin, Kemal Pascha und Mussolini, es kann aber auch ein „Kollektivwille“ sein (S. 30).

Worauf Sombart inhaltlich abzielt, legte er erst zwei Jahre später mit seinem Buch *Deutscher Sozialismus* (1934) offen, in dem er ein normatives Gesamtkonzept für eine Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung vorlegte. Das Ziel ist nicht die Überwindung der Stagnation, sondern die Errichtung einer neuen Ordnung, welche die Wirtschaft vom Zwang ihrer inneren Dynamik befreit und dem „Hexensabbat“[18] des „ökonomischen Zeitalters“ ein Ende bereitet.[19] Der Primat der Ökonomie soll durch eine „Zähmung der Technik“ gebrochen werden, bestehend in „Maßnahmen, die [der Staat] treffen muss, um die gestörte Wechselwirkung zwischen Kultur und Technik wiederherzustellen.“ Dazu gehören die Zulassungspflicht technischer Erfindungen durch einen „Kulturrat“, polizeiliche Verbote, u. a. (1934, S. 265 f.).

Die Planwirtschaft administriert den Stagnationszustand, wobei aber das Privateigentum an den Produktionsmitteln nicht angetastet werden soll. Der Staat wird definiert als idealer Verband mit einer metaphysischen Verankerung (*Peukert* 2010).

Der Begriff Spätkapitalismus kommt in diesem Buch nicht mehr vor, wohl deswegen, weil seine resignative Botschaft nicht zur Programmatik eines

[18] Von *Sombart* (1927, S. 1010) Max Weber zugeschriebene Charakterisierung des Kapitalismus.

[19] In die gleiche Richtung zielt Edgar Salins Programm für eine „Epochenwende“ (*Salin* 1932).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

„deutschen Sozialismus“ passte. Dass die Nationalsozialisten Sombarts programmatisches Angebot scharf zurückwiesen, liegt bei dessen explizit fortschrittsfeindlicher Orientierung auf der Hand.

VIII. Versuch eines Resümees

Sombarts Theorie des Spätkapitalismus (1927, 1928) ist eine Stagnationstheorie des klassischen Typs. Seine Analyseinstrumente sind hauptsächlich bildhafte Vorstellungen, mit denen Bestimmungsfaktoren und Entwicklungstendenzen dargestellt werden, allenfalls ergänzt durch einfache Modellansätze. Die „Verlangsamung des Schrittmaßes“ der wirtschaftlichen Entwicklung im Spätkapitalismus wird auf natürliche, ökonomische und geistige Ursachen zurückgeführt, die besondere Betonung liegt auf den sich wandelnden Formen der kapitalistischen Unternehmung und der geistigen Einstellung der Akteure.

Sombart lässt den Hochkapitalismus vor dem Ersten Weltkrieg zu Ende gehen, er nimmt in seiner Spätkapitalismustheorie kaum Bezug auf Entwicklungen nach dem Krieg. Wenn er den Begriff „Rationalisierung“ – eine Leitbegriff der Wirtschaftpolitik in der Zwischenkriegszeit – verwendet, so weicht sein Begriffsverständnis vom gängigen stark ab, indem er eine viel allgemeinere Bedeutung unterstellt. Die Verwerfungen durch den Krieg, die chaotischen Zustände in Deutschland in den Nachkriegsjahren, die drastischen Veränderungen in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen werden ebenso wenig thematisiert wie die Eigentümlichkeiten der kurzen Prosperitätsperiode 1924/1929.

Wenn Sombarts Thesen zu den „Gestaltswandlungen“ und „Bereichswandlungen“ im Spätkapitalismus unter den deutschen Ökonomen in der Diskussion der Zürcher Tagung des Vereins für Sozialpolitik 1928 viel mehr Widerspruch als Zustimmung fanden, so nicht zuletzt auch deswegen, weil wichtige Entwicklungen und Ereignisse der Gegenwart sich in Sombarts langfristigen Trends nicht wiederfanden, oder ihre Unumkehrbarkeit in Frage gestellt wurde, z. B. in Bezug auf Protektionismus/Autarkie.

Mit der Großen Depression, von der die deutsche Wirtschaft überdurchschnittlich stark betroffen war, mit der Folge, dass sich auch die politische Krise progressiv verschärfte, änderten sich die der ökonomischen Diskussion zugrunde liegenden Perspektiven grundlegend. In den 30er-Jahren wurde die Frage nach den Ursachen der nach historischen Maßstäben außergewöhnlichen Tiefe und Dauer der Depression der deutschen Wirtschaft und der Weltwirtschaft zentral.

Sombart hat nicht versucht, die Große Depression als erste Auswirkung der Stagnation im Spätkapitalismus darzustellen. Die beiden Hauptreferate

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auf der Dresdner Tagung des Vereins für Sozialpolitik 1932 (Saitzew, Colm) stellten primär auf strukturelle Wandlungen des Kapitalismus (Monopolisierungstendenz) und fehlkonzipierte staatliche Interventionen (Protektionismus, strukturkonservierende Subventionen) ab, welche die Anpassungsfähigkeit der Unternehmungen vermindert und die Strukturbereinigung verzögert hätten. Dabei wurde kaum die Frage gestellt, ob der Großen Depression eine Langfristtendenz zur Stagnation zu Grunde liegt, wie dies später von Keynes im 24. Kapitel der *General Theory* diskutiert wurde.

Anknüpfend an Sombart, allerdings ohne Verwendung des Begriffs Spätkapitalismus, analysierte Alfred Müller-Armack das Wirtschaftssystem der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg als „temperierte Spätform" des Kapitalismus, entstanden aus der Wechselwirkung innerer Wandlungen der Wirtschaft und des parlamentarischen Interventionsstates. Die daraus resultierende Schwächung der Wachstumsdynamik ist jedoch nicht unumkehrbar, die Stagnation kann überwunden werden durch eine neue Gesamtkonzeption der Wirtschaftspolitik jenseits von Altliberalismus und Sozialismus, deren Entwicklung aber bisher durch die alten Frontstellungen blockiert worden ist. Die „unverrückbare Tatsache" der „Durchstaatlichung des Wirtschaftsprozesses" erfordert nach *Müller-Armack* (1932, S. 218) eine „Theorie der Wirtschaftspolitik, die die optimalste Gestaltung dieses Eingriffssystems zu ermitteln hat". Er spricht dabei nicht von „Planung", sondern zentralisierter Steuerung auf nationaler Ebene unter Beibehaltung des privatwirtschaftlichen Marktsystems, die er 1932 der parlamentarischen Demokratie nicht mehr zutraute, sondern einem autoritär-faschistischen Staat. Die spätere „Soziale Marktwirtschaft" in der Version Müller-Armacks ist die demokratische Form dieser neuen Theorie der Wirtschaftspolitik.

Sombart verwendet zwar den Begriff „Planwirtschaft", hat damit aber eine ähnliche Konzeption des systematischen Interventionismus im Sinn wie Müller-Armack, allerdings mit anderer Zielsetzung. Sombart ging es nicht um die Überwindung der Wachstumsschwäche, sondern um einen staatlich administrierten Stagnationszustand[20].

Zu einer „modernen" Stagnationstheorie finden sich Ansätze in der Krisenerklärung von Colm, die Elemente der Theorie Josef Steindls vorwegneh-

[20] *Stackelberg* (1934) führte die zunehmende Instabilität des Kapitalismus, wie sie sich in der Krise der 30er-Jahre manifestierte, auf die Zunahme der oligopolistischen Marktstrukturen zurück. Wirtschaftspolitisch zog er die Konsequenz, dass der Staat durch adäquate Maßnahmen in die Preisbildung und in die Unternehmensstrukturen eingreifen müsse – mit einer sog. „integralen Marktregulierung", die Stackelberg am Beispiel des faschistischen Italien erläutert. Stackelberg sieht in der integralen Marktregulierung einen Übergang vom gewinnmaximierenden Erwerbsprinzip zum Gesamtnutzenmaximierenden Bedarfsdeckungsprinzip im Sinne von Sombarts Unterscheidung. Siehe dazu *Schefold* (2004).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

men. Dessen entscheidendes Argument, warum die Stagnation zu Dauerzustand wird, findet sich bei Colm nicht.

Für die nach der Großen Rezession 2008/09 wieder neu gestellte Frage, ob der Kapitalismus in eine Stagnationsphase eingetreten ist, erscheint die Diskussion über Stagnationstheorien unter deutschen Ökonomen in der Zwischenkriegszeit insgesamt wenig ergiebig – vielleicht mit zwei Ausnahmen:

- Die Debatte über die richtige wirtschaftspolitische Strategie zur Überwindung der Stagnation scheint auch in der gegenwärtigen Situation durch eine Pattstellung kontradiktorischer Positionen charakterisiert: mehr Marktliberalismus versus keynesianische Expansionspolitik. Mehr Marktliberalismus i. S. des heutigen „Neoliberalismus“ bedeutet aber etwas anderes als der Altliberalismus der 30er-Jahre, nämlich forcierte Dominanz der Finanzmärkte. Auf der anderen, keynesianischen Seite fehlt die antikapitalistische Stoßrichtung. Eine Position dazwischen, wie sie Müller-Armack skizzierte, ist bisher nicht formuliert worden.
- Vor zwanzig Jahren haben *Hagemann/Landesmann* (1996, S. 199) kritisch bemerkt, dass die Wechselbeziehung von „Geist“ (geistige Einstellungen von Akteuren, vorherrschender Zeitgeist) und Organisationsform der Wirtschaftsunternehmungen von den Ökonomen zu wenig beachtet wird. Neu hinzugekommen ist seither die Tendenz der zunehmenden Dominanz des Finanzsektors über die Güterproduktion. Es könnte sich als lohnend erweisen, diese Tendenz in ihrer Wechselbeziehung zum Siegeszug des „Neoliberalismus“ auf ideologischer Ebene mit dem wirtschaftsoziologischen Theorieansatz von Sombart und Schumpeter (siehe unten IX.1.) genauer zu analysieren.

IX. Das Nachleben des Spätkapitalismus

1. Schumpeter[21]

Schumpeter schloss zwar ein Erlahmen des technischen Fortschritts als Ursache für eine Abnahme der Entwicklungsdynamik des Kapitalismus aus. Wenn er dennoch ähnlich wie Sombart zur Ansicht gelangte, dass der Kapitalismus in eine Spätphase eingetreten war, sah er dies im „Veralten der Unternehmerfunktion“ (1950, S. 213) begründet. Große Ähnlichkeiten zu Sombarts Spätkapitalismustheorie zeigen sich in zentralen Punkten von Schumpeters Argumentation.

Die Rolle des Unternehmers wird zunehmend ihrer persönlichen Momente entkleidet: „Der technische Fortschritt wird in zunehmendem Maße zur

[21] Siehe dazu ausführlicher *Appel* 1992, S. 259 ff.; *Chaloupek* 1995, S. 132 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Sache von geschulten Spezialistengruppen, die das, was man von ihnen verlangt, liefern und dafür sorgen, dass es auf die vorausgesagte Weise funktioniert“ (S. 215). Sombarts These von der zunehmenden Versachlichung und Rationalisierung kehrt bei Schumpeter wieder als Tendenz der „Automatisierung des wirtschaftlichen Fortschritts“. Wenn die kapitalistische Entwicklung – „der Fortschritt“ – vollständig automatisiert wird, „wird sich die wirtschaftliche Grundlage der industriellen Bourgeoisie letzten Endes auf Gehälter reduzieren, wie sie für gewöhnliche Verwaltungsarbeit bezahlt wird“ (S. 216 ff.). Ein Hinweis auf Sombarts *Modernen Kapitalismus* findet sich in diesem Abschnitt von Schumpeters Buch nicht.

Die „Automatisierung des technischen Fortschritts“ zählte für Schumpeter kaum als Ursache für Stagnation – vielmehr führte er diese überwiegend auf negative Einwirkungen aus der politischen Sphäre zurück.

2. Marxistische Ökonomen

Marxistische Ökonomen machten nur vereinzelt vom Begriff Spätkapitalismus Gebrauch. Ein Buch mit diesem Titel veröffentlichte Nathalie Moszkowska[22] während des Zweiten Weltkriegs 1943. Sie verwendet den Begriff nur als zeitliche Kennzeichnung der Spätphase des Kapitalismus, ohne auf deren spezifische Charakterisierung durch Sombart Bezug zu nehmen. Obgleich Marxistin, lehnt Moszkowsa die Theorie der fallenden Profitrate aus zwei Gründen ab. Zum einen, weil sich der technische Fortschritt in einer von Großunternehmungen dominierten Wirtschaft nicht verlangsamt, sondern beschleunigt, zum anderen, zum anderen, weil durch kapitalsparende Innovationen eine Erhöhung der organischen Zusammensetzung des Kapital vermieden werden kann. In Moszkowskas Analyse besteht das Problem des Spätkapitalismus vielmehr darin, dass die durch Steigerung der Produktivität in der Kaufkraft der Massen keine Entsprechung findet, deren Löhne mit der Produktivitätszunahme nicht Schritt gehalten haben. Dafür „springen tote Kosten in die Bresche“ (*Moszkowska* 1943, S. 136), die sog. „faux frais“ des Spätkapitalismus: vermehrte Aufwendungen für Vermarktung und Verkauf, Ausbau des Unterdrückungsapparates, Ausgaben für militärische Rüstung, die jedoch „über das Ziel hinaus schießen“ und damit zu einem Akkumulationshemmnis werden. Damit nimmt Moszkowska den surplustheoretischen Ansatz von Baran und Sweezys „Monopolkapital“ vorweg.

Ganz anders als Moszkowska begründet Ernest Mandel in seinem 1972 erschienenen Buch *Der Spätkapitalismus* die Stagnation mit dem tendenziel-

[22] Natalie Moszkowska (1886–1968) war Ökonomin polnischer Herkunft und lebte und arbeitete seit 1923 in der Schweiz (Biographical Dictionary of Women Economists).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

len Fall der Profitrate, kombiniert mit der Kondratieff'schen Theorie der „langen Konjunkturwellen“. In der ab 1967 einsetzenden Abschwungsphase der langen Welle. In Mandels eklektischer Betrachtungsweise wirken Sättigungserscheinungen, Anstoßen an natürliche Wachstumsgrenzen und Infragestellung kapitalistischer Entscheidungsstrukturen auf politischer Ebene als Verstärker der Stagnation[23].

3. Frankfurter Spätkapitalismus[24]

Nach dem Zweiten Weltkrieg geriet Sombarts Spätkapitalismustheorie in Vergessenheit. Ziemlich überraschend war daher das *revival* des Spätkapitalismus als einer der zentralen Begriffe der Frankfurter Schule in den 60er- und 70er-Jahren, mit denen sie den *mainstream* der Soziologie herausforderte. Signalwirkung erhielt der Begriff durch Theodor W. Adornos Einleitungsreferat zum deutschen Soziologentag 1968, dessen Konferenzthema „Spätkapitalismus oder Industriegesellschaft“ lautete (*Adorno* 1968, 1979). Mit dem Rückgriff wollte Adorno betonen, dass die Gesellschaft der damaligen Zeit nach wie vor kapitalistisch geprägt war, ohne dass damit tiefgreifende Veränderungen in den ökonomischen und sozialen Strukturen negiert werden. Die Marktökonomie sei zwar stark durchlöchert, der Klassenantagonismus durch institutionelle Kompromisse abgeschwächt, die Gesellschaft aber noch vollständiger und intensiver von der Logik der Kapitalverwertung beherrscht. Nicht nur in vielen Einzelheiten ähnelt Adornos schneidende Kritik an der spätkapitalistischen Gesellschaft, in der die Bedürfnisse der Menschen von einer übermächtigen Kulturindustrie funktional ausgerichtet werden, Sombarts Verachtung des Massenkonsums im ersten Abschnitt seines *Deutschen Sozialismus* (1934, S. 1–43 „Das ökonomische Zeitalter“), ohne dass ein Hinweis auf die Herkunft des Begriffes gegeben wird.

Später fungierte Spätkapitalismus als Schlüsselbegriff im Forschungsprogramm des 1971 gegründeten und von Jürgen Habermas geleiteten „Instituts zur Erforschung der Lebensbedingungen der wissenschaftlich-technischen Welt“. *Habermas* (1973, S. 67) unterscheidet zwischen ökonomischen Krisen im ökonomischen System selbst, Rationalitätskrisen, die im politischen System aus Problemen der Bewältigung ökonomischer Krisen entstehen, Legitimationskrisen und Motivationskrisen. Als Folge der politischen Steuerung der Gesamtwirtschaft „verliert der Markt als leistungsgerechter Zuteilungsmechanismus für die Zuteilung von systemkonformen Lebenschancen seine Glaubwürdigkeit“ (S. 114). Zu einer Legitimationskrise kommt es allerdings

[23] Eine detaillierte kritische Auseinandersetzung mit Mandels Thesen bietet *Chaloupek* (1973).

[24] Siehe dazu ausführlicher *Chaloupek* 2010.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nicht zwingend, sondern nur, wenn systematisch Erwartungen erzeugt werden, die, sei es mit der disponierten Wertmasse oder überhaupt mit systemkonformen Entschädigungen, nicht erfüllt werden können“ (S. 104).

Beide Versionen der Frankfurter Spätkapitalismustheorie waren vor dem Ende der wirtschaftlichen Prosperitätsperiode 1975 konzipiert worden. Der Kapitalismus ist seither in einem Ausmaß krisenanfällig geworden, mit dem diese Theorie nicht entfernt gerechnet hatte. Seit 1975 gibt es wieder wirtschaftliche Krisen traditionellen Musters und vor allem steigende bzw. anhaltend hohe Arbeitslosigkeit. Eine Verschärfung der Rationalitäts- und Legitimationskrise ist allerdings nicht zu beobachten. In der veränderten Situation ließen sich zentrale Elemente der Habermas’schen Spätkapitalismusanalyse nicht mehr argumentieren. Der Begriff wurde daher stillschweigend fallen gelassen, er taucht nach 1980 kaum noch auf.

Literatur

Adorno, Theodor W. (Hrsg.): Spätkapitalismus oder Industriegesellschaft? Verhandlungen des 16. deutschen Soziologentags 1968, Raubdruck.

Adorno, Theodor W.: Spätkapitalismus oder Industriegesellschaft, in: ders., Soziologische Schriften 1, Suhrkamp Verlag, Frankfurt a. M. 1979, S. 354–370.

Appel, Michael: Werner Sombart. Theoretiker und Historiker des modernen Kapitalismus, Metropolis Verlag, Marburg, 1992.

Backhaus, Jürgen: „Werner Sombarts Konjunkturtheorie. Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie VII, hg. B. Schefold. Berlin, 1989.

Backhaus, Jürgen, (Hrsg): Werner Sombart Social Scientist, 3 Bände. Metropolis Verlag, Marburg, 1996.

Brandt, Karl: Dogmengeschichtliche Betrachtungen zur Stagnationsthese, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 205/6 (1988), S. 465–479.

Chaloupek, Günther: Konfusion und Krise bei Ernest Mandel. Ernest Mandel, Der Spätkapitalismus, in: Wiener Tagebuch Nr. 5/1973, S. 13–17.

Chaloupek, Günther: Long-term economic perspectives compared: Joseph Schumacher auf Werner Sombart, in: The European Journal of the History of Economic Thought 2 (1995), S. 127–150.

Chaloupek, Günther: Long Term Economic Trends in the Light of Werner Sombart’s Concept of Spätkapitalismus, in: Jürgen Backhaus (Hrsg.), Werner Sombart: Social Scientist, Vol. 2, Metropolis-Verlag, Marburg 1996, S. 163–178.

Chaloupek, Günther: Die Frankfurter Schule und der Spätkapitalismus, in: C. Brünner et al. (Hrsg.), Mensch – Gruppe – Gesellschaft. Festschrift für Manfred Prisching, Neuer wissenschaftlicher Verlag, Wien/Graz 2010, 1. Band S. 373–388.

Chaloupek, Günther: „Konkurrenz“ und „Markt“ im ökonomischen Denken in Deutschland von der Historischen Schule bis zum Ordoliberalismus, in:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

W. Ötsch/K. Hirte/St. Pühringer/L. Bräutigam (Hrsg.), Markt! Welcher Markt? Metropolis Verlag Marburg 2015, S. 75–10.

Dimand, Robert W.: Mary Ann Dimand, Evelyn L. Forget (Hrsg.), Biographical Dictionary of Women Economists, Edward Elgar, London 2012.

Habermas, Jürgen: Legitimationsprobleme im Spätkapitalismus, Suhrkamp Verlag, Frankfurt a. M. 1973.

Hagemann, H./*Landesmann*, M.: „Sombart and Economic Dynamics“. Werner Sombart Social Scientist, hg. J. Backhaus. Marburg, 1996. Bd. 2, S. 179–204.

Hansen, Alvin H.: Economic Progress and Declining Population Growth (1938), in: Readings in Business Cycle Theory, Richard D. Irwin, Homewood, Ill. 1951, S. 385–404.

Harms, Bernhard: Das neue Deutschland im neuen Europa, in: ders. (Hrsg.), Strukturwandlungen der Deutschen Volkswirtschaft, Verlag Reinmar Hobbing, Berlin 1928, Erster Band, S. 3–32.

Hilferding, Rudolf: Das Finanzkapital, Europäische Verlagsanstalt, Frankfurt a. M. 1973.

Hilferding, Rudolf: Die Aufgaben der Sozialdemokatie in der Republik. Parteitagsreferat, in: Protokoll der Verhandlungen des sozialdemokratischen Parteitags 1927 in Kiel, Berlin 1927, S. 166.

Hoffmann, Walther G.: Stadien und Typen der Industrialisierung. Band 54 der Schriften des Instituts für Weltwirtschaft und Seeverkehr an der Universität Kiel, Gustav Fischer Verlag, Jena 1931.

Hoffmann, Walther G.: Wachstum und Wachstumsformen der englischen Industriewirtschaft, Gustav Fischer Verlag, Jena 1940, in erweiterter Version in englischer Übersetzung unter dem Titel British Industry 1700–1950, Basil Blackwell, Oxford 1955.

Jaffé, Edgar: Der treibende Faktor in der kapitalistischen Wirtschaftsordnung, in: Archiv für Sozialwissenschaften und Sozialpolitik 40 (1915), S. 3–29.

Jostock, Paul: der Ausgang des Kapitalismus, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1928.

Keynes, John Maynard: The End of laissez-faire (1926), in: Essays in Persuasion, Vol. IX of The Collected Writings of John Maynard Keynes, London 1972.

Keynes, John Maynard: The General Theory of Employment Interest and Money, Macmillan London 1936 (Vol. VII of The Collected Writings of John Maynard Keynes).

Liefmann, Robert: Kartelle und Trusts, Moritz-Verlag, Stuttgart 1910[2].

Löwe, Adolf: Zur ökonomischen Theorie des Imperialismus, in: Wirtschaft und Gesellschaft. Festschrift für Franz Oppenheimer, Verlag der Societätsdruckerei, Frankfurt 1924, S. 189–228.

Mandel, Ernest: Der Spätkapitalismus, Suhrkamp Verlag, Frankfurt a. M. 1972.

Moszkowska, Natalie: Zur Dynamik des Spätkapitalismus, Verlag ‚Der Aufbruch‘, Zürich/New York 1943.

Müller-Armack, Alfred: Entwicklungsgesetze des Kapitalismus. Verlag Junker und Dünnhaupt, Berlin 1932.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Peukert, H.: „Die Technik im Werk Werner Sombarts“. Ökonomie und Technik. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Band 115/XXIII, hg. Harald Hagemann, Berlin 2010.

Salin, E.: Wirtschaft und Staat. Drei Schriften zur deutschen Weltlage, Berlin 1933.

Schefold, Bertram: Heinrich von Stackelbergs Gleichgewichtsbegriff: Auf der Suche nach dem evolutionär stabilen Marktverhalten, in: ders., Beiträge zur ökonomischen Dogmengeschichte, Darmstadt 2004.

Scheler, Max: Die Zukunft des Kapitalismus, in: ders., Vom Umsturz der Werte, Der neue Geist Verlag, Leipzig 1919, Band 2, S. 321–344.

Schmoller, Gustav: Grundriß der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, Erster und zweiter Teil, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1900/1904.

Schumpeter, Joseph A.: Ten Great Economists, Oxford University Press, New York 1951.

Schumpeter, Joseph A.: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie. Francke Verlag, Bern, 1950.

Schumpeter, Joseph A.: History of Economic Analysis, Allen & Unwin, London/Boston/Sydney 1954.

Sombart, Werner: Die deutsche Volkswirtschaft im 19.Jahrhundert, Verlag Georg Bondi, Berlin 1913.

Sombart, Werner: Die prinzipielle Eigenart des modernen Kapitalismus, in: Grundriss der Sozialwissenschaft Band IV.1, Verlag J. C. B. Mohr, Tübingen 1925.

Sombart, Werner: Der moderne Kapitalismus, Dritter Band: Das Wirtschaftsleben im Zeitalter des Hochkapitalismus, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1927.

Sombart, Werner: Die drei Nationalökonomien. Duncker & Humblot, München/Leipzig, 1930.

Sombart, Werner: Die Zukunft des Kapitalismus, Buchholz und Weißwange, Berlin/Charlottenburg 1932.

Sombart, W.: Deutscher Sozialismus, Buchholz und Weißwange, Berlin, 1934.

Stackelberg, Heinrich von: Marktform und Marktgleichgewicht, Wien 1934.

Steindl, Josef: Maturity and Stagnation in American Capitalism.

Steindl, Josef: Stagnation, in: The New Palgrave, Macmillan, London 1987, Vol. 4.

Taussig, F. W.: Stationary State, in: The New Palgrave, Macmillan, London 1987, Vol. 4, S. 464.

Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik in Wien 1926. Schriften des Vereins für Sozialpolitik 172. Band, hrsg. Franz Boese, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1926.

Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik in Zürich 1928. Schriften des Vereins für Sozialpolitik 175. Band, hrsg. Franz Boese, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1929.

Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik in Dresden 1932. Schriften des Vereins für Sozialpolitik 187. Band, hrsg. Franz Boese, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1932.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Woher kommt und wie schädlich ist Deflation? Die österreichische Konjunkturtheorie zur Großen Depression

Von *Hansjörg Klausinger*, Wien

Einführung

Die herrschende Wirtschafts- und Finanzkrise hat die Gelegenheit geboten, bei der Ursachenanalyse auf Elemente der sog. österreichischen Konjunkturtheorie – etwa mit dem Schlagwort der „Über- oder Fehlinvestition" – zurückzugreifen und dieser zu neuer Aktualität zu verhelfen.[1] Der folgende Beitrag nimmt das zum Anlass, diese Konjunktur- und Krisentheorie in Bezug auf ihre Positionen zu Deflation und Depression, insbesondere vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise der 1930er-Jahre (der Großen Depression), näher zu untersuchen.

Die Problemstellung erhellt ein Zitat Fritz Machlups zur „Frage der Ankurbelung durch Kreditpolitik". Er sieht hierbei die Antwort primär von der Einschätzung des Problems der Deflation abhängig und unterscheidet drei in der Literatur geläufige Positionen:

> Das Kreditvolumen zeigt in der Depression eine Schrumpfung. Einige Autoren halten diese Deflation für die Krisenursache. Ein größerer Teil des Schrifttums vertritt die Meinung, dass die Deflation Krisenfolge sei, dass aber die Bekämpfung der Deflation das beste Mittel der Krisenbekämpfung sei. Eine dritte Gruppe teilt die Ansicht, dass die Deflation eine automatische Krisenfolge sei, erwartet aber von der ‚antideflationistischen' Politik keine krisenlindernde Wirkung. (*Machlup* 1933, 398).[2]

Und er ergänzt nachträglich: „Ich gehöre der dritten Gruppe an. Wie sie vielleicht wissen, erfreue ich mich des Rufes, den sadistischen Flügel der Deflationisten zu repräsentieren." (*Machlup* 1933?).[3]

Das Zitat verweist auf offene Fragen, die angesichts der Erfahrungen mit Deflation und Depression in der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre diskutiert

---

[1] Siehe z. B. *Caldwell* 2013.

[2] Vgl. auch *Bloch* 1933.

[3] Übersetzung vom Autor. Englischsprachige Zitate der Primärliteratur werden generell in deutscher Übersetzung zitiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wurden. Im Folgenden soll eine systematische und kritische Sichtung dieser Diskussion innerhalb der österreichischen Konjunkturtheorie vorgenommen werden. Als deren Anhänger werden hier vor allem Hayek und Machlup, daneben auch Mises und Haberler, zu Wort kommen.[4]

Zur Begriffsdefinition

Von den österreichischen Autoren, und zum Teil auch von ihren Zeitgenossen, wurden in den 1930er Jahren die Begriffe „Inflation" und „Deflation" noch in ihrer engeren Bedeutung als Zunahme oder Abnahme (eigentlich: Aufblähung oder Schrumpfung) des Geldumlaufs verwendet. Zur Unterscheidung wurde die heute übliche Definition, ein Steigen oder Sinken des Preisniveaus, auch mit „Preis-Inflation" umschrieben.[5]

In erster Annäherung bietet es sich an, die Quantitätsgleichung in der Version von Fisher als Ausgangspunkt heranzuziehen:

$$MV = PQ$$

Daraus dass *Mises* (1924, 224) Inflation als Steigerung der Geldmenge relativ zum Geldbedarf definiert oder Hayek sich dabei nicht auf die Zunahme einer Geldmenge per se, sondern eines „effektiven Geldumlaufs"[6] als eines wirksamen Geld*stroms* bezieht, kann geschlossen werden, dass die kritische Größe, deren Veränderung Inflation oder Deflation anzeigt, mit MV, der linken Seite der Quantitätsgleichung, zu identifizieren ist. Änderungen der Umlaufsgeschwindigkeit, die ein „Horten" oder „Enthorten" von Geld ausdrücken, wären daher als Ursachen von Inflation und Deflation genauso zu berücksichtigen wie bloße Änderungen in der Geldmenge. Den „Nullpunkt" von Inflation und Deflation bildet demnach der Zustand eines unveränderten Geldstromes MV. Dies stellt auch eine Bedingung für die vor allem von Hayek ausführlich diskutierte Neutralität des Geldes dar, mit der die Ausschaltung monetärer Ursachen von Konjunkturschwankungen (als Abweichungen von einem intertemporalen Gleichgewicht) gewährleistet werden soll.[7]

---

[4] Bezüglich der Positionen von Hayek und Machlup greife ich hierbei u. a. auf meine Arbeiten *Klausinger* 2012, 5 ff. und 2004 zurück. Siehe auch dort für zusätzliche Quellenhinweise.

[5] Siehe z. B. *Mises* 1924, 224 f., *Haberler* 1931, 1009, und *Machlup* 1934, 40–41. Auf die österreichische Kritik am Konzept eines Preis„niveaus" wird hier nicht eingegangen.

[6] Das ist die „effective circulation" in *Hayek* 1995, 142 [1931a], siehe die Korrespondenz mit Keynes (*Hayek* 1995, 167); vgl. auch *Hayek* 1931b, 115f. für Änderungen der Umlaufsgeschwindigkeit als Ursachen von Nicht-Neutralität.

[7] Siehe z. B. *Hayek* 1933a.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Von *Haberler* (1931) stammt eine Erweiterung dieser Terminologie, die den Zusammenhang zwischen Änderungen des Geldumlaufs und des Preisniveaus berücksichtigt. Er schlägt vor, zwischen absoluter und relativer Inflation (bzw. Deflation) zu unterscheiden, je nachdem ob die Steigerung des Geldumlaufs auch mit einer Zunahme des Preisniveaus verbunden ist. Eine relative Inflation wäre demnach z. B. eine Zunahme von MV bei unverändertem P, was nur bei einer Zunahme von Y (Wirtschaftswachstum) möglich ist.

Zur „Operationalisierung" dieses Begriffs von Inflation oder Deflation muss noch geklärt werden, auf welchen Begriff einer „Geldmenge" abgestellt wird.[8] Hier fällt die österreichische Position eindeutig zugunsten einer weiten Geldmengendefinition aus, die neben Bargeld auch Bankeinlagen miteinbezieht. Dies folgt z. B. bereits ohne weiteres daraus, dass Mises – in Abgrenzung zur Currency-Schule – seiner Erklärung des Konjunkturzyklus eine Theorie des Geldes *und der Umlaufsmittel* zugrunde legt. *Hayek* (1931b, 103) umschreibt die umlaufende Geldmenge als „Gesamtheit aller Tauschmittel, einschließlich der sogenannten Geldersatzmittel" und *Machlups* (1934, 60f.) Abgrenzung ähnelt der modernen Definition von M1, indem sie wohl Sichteinlagen, aber nicht Spareinlagen beinhaltet. Im übrigen akzeptieren sowohl *Hayek* (1931a) als auch *Machlup* (1932) in ansonsten eher unfreundlichen Rezensionen der *Treatise on Money* (*Keynes* 1930) dessen weite Gelddefinition.

Konkurrierende Erklärungsansätze

Nach dieser Begriffsklärung soll nun konkreter untersucht werden, auf welche drei Erklärungsansätze sich Machlup in seinem Zitat bezogen hat. Er unterscheidet einerseits danach, ob Deflation als Ursache oder als Folge der Krise (oder Depression) angesehen wird, und anderseits, ob Bekämpfung der Deflation die Erholung aus der Krise fördert. Eine ähnliche – doppelte – Gegenüberstellung findet sich auch in Hayeks Vorwort zur deutschen Ausgabe seiner Londoner Vorträge, *Preise und Produktion* (1931b, ix): Er sieht auf der einen Seite Theoretiker, die die Krise auf eine unzureichende Kaufkraft zurückführen, die sich in einem Prozess der Deflation ausdrückt, auf der anderen (d. i. auf seiner) Seite diejenigen, für die die durch eine vorangegangene Inflation bewirkte Fehlleitung der Produktion die Ursache der Krise darstellt und sich diese in einem Zustand des Kapitalmangels ausdrückt. Hayek folgend ließen sich demnach als Gegensätze eine von ihm so bezeichnete „Kaufkrafttheorie" und die österreichische Konjunkturtheorie einander

[8] Betrachtet man die rechte Seite der Quantitätsgleichung, ist natürlich klar, dass der erwähnte „Nullpunkt" einer Stabilisierung des nominellen Sozialprodukts entspricht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gegenüberstellen, zu der Machlup noch einen Elemente beider Theorien kombinierenden Hybrid-Ansatz hinzufügt.[9]

Die „Kaufkrafttheorie"

Hayek hat 1931 als Beispiele der von ihm abgelehnten Kaufkrafttheorien vor allem noch die außerhalb des Mainstreams stehenden Beiträge von Foster und Catchings im Auge.[10] Retrospektiv können hierunter aber wohl alle zeitgenössischen Ansätze subsumiert werden, die die Konjunkturschwankungen auf Schwankungen der „effektiven Nachfrage" und damit die Krise auf einen allgemeinen Nachfragemangel zurückführen. Anhand der Quantitätsgleichung ließe sich so erklären, dass Deflation (ein Rückgang von MV) beim Vorliegen von Preisstarrheiten (oder von anderen Friktionen wie z. B. „lags") zu einem Rückgang der Produktion und zur Krise führt. Der Ausweg aus der Krise liegt dann einfach in der – wie auch immer zustande gebrachten – Wiederherstellung einer ausreichenden Gesamtnachfrage nach Gütern.

Eine solche Kaufkrafttheorie liegt dem von Hawtrey propagierten „prämonetaristischen" Ansatz ebenso zugrunde wie dem „(prä-)keynesianischen" der *Treatise on Money* und endlich der *General Theory* (*Keynes* 1936).[11] Auf Hawtrey geht nicht nur das – später von Friedman abgewandelte – Diktum zurück, wonach der Konjunkturzyklus ein rein monetäres Phänomen sei,[12] sondern auch der Begriff der „effektiven Nachfrage", der bei ihm für die nominelle Gesamtnachfrage nach Gütern steht. Kombiniert mit rigiden Geldlöhnen, verursacht Deflation eine Krise.[13] Aus dieser monetären Sicht betrachtet kann auch die aus der Keynesschen Revolution hervorgehende Makroökonomik und deren Diagnose eines Nachfragemangels mit einem unzureichenden Niveau des „effektiven Geldumlaufs" (MV) gleichgesetzt werden. Allen diesen Ansätzen gemeinsam ist jedoch – in diametralem Gegensatz zur österreichischen Schule – dass bei der Erklärung der Depression in erster Linie auf aggregierte Größen, wie die Gesamtnachfrage, zurückgegriffen wird.

---

9 Vgl. als Übersicht auch *Haberler* 1937.

10 Vgl. *Hayek* 1929a.

11 Wenn man die „fundamentalistische" Keynes-Interpretation der verschiedenen Varianten des Post-Keynesianismus außer Acht lässt.

12 Siehe *Hawtrey* 1923, 140 f.

13 Vgl. dazu *Laidler* 1999, 116 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die österreichische Konjunkturtheorie

Im Gegensatz zu den gerade skizzierten Erklärungen, die bei der Gegenüberstellung von Aggregatgrößen ansetzen, gibt die österreichische Theorie eine „strukturelle" Krisenerklärung. Sind auch die Konjunkturschwankungen das Ergebnis monetärer Ursachen, so liegt doch der eigentliche die Krisen hervorrufende Mechanismus in den Verzerrungen der relativen Preise und der Produktionsstruktur. In diesem Sinne spricht *Hayek* (2012a, 180n.7 [1935]) von den „monetären Faktoren, die den Konjunkturzyklus verursachen" im Gegensatz zu den „realen Erscheinungen, die ihn ausmachen".

Konkret wird der Konjunkturzyklus als eine monetär verursachte Abweichung der Wirtschaft von einem Pfad intertemporaler Koordination angesehen.[14] Der typische Auslöser ist Inflation, die nicht bloß eine allgemeine Ausweitung der Produktion, sondern auch eine Verlagerung von der Konsum- zur Investitionsgüterproduktion hervorruft (Über- oder Fehlinvestition). Bewirkt wird diese Verschiebung durch den aufgrund der monetären Expansion unter seinen Gleichgewichtswert herabgedrückten Geldzinssatz. Die Dauer des Aufschwungs ist insofern begrenzt, als diese verzerrte Produktionsstruktur nur bei stetig zunehmender Inflation beibehalten werden kann. Nur durch Geldschöpfung könne nämlich die Finanzierung der über das Maß des freiwilligen Sparens hinausgehenden Investitionen gesichert werden. Mit dem Stoppen der Inflation würde der Kapitalmangel offenkundig, der darin besteht, dass die Ersparnisse nicht ausreichten, um den erhöhten Kapitalstock auf Dauer aufrechtzuerhalten.

Der obere Wendepunkt und die Krise entstehen aus der Notwendigkeit die Produktionsstruktur wieder umzustellen, sie weniger „kapitallastig" zu machen, und aus der Schwierigkeit die mehr oder weniger spezifischen Produktionsmittel entsprechend aus der Investitionsgüter- in die Konsumgüterproduktion umzuleiten. Der Umstellungsprozess wird verlängert und die Krise wird zur Depression verschärft durch die mangelnde Mobilität der Produktionsmittel und die mangelnde Flexibilität der Preise, besonders der Löhne. Da und soweit in der Depression die Relation zwischen Preisen und Kosten weiterhin verzerrt ist, erweisen sich Investitionen als unrentabel, die Kreditnachfrage geht zurück. In diesem Stadium kann es daher auch ohne aktives Zutun der Geldpolitik zu einer Deflation kommen,[15] die aber nur eine Oberflächenerscheinung, keine tatsächliche Ursache für die Depression und deren Fortbestehen ist. Erst mit der Wiederherstellung einer „gleichgewichtigen"

[14] Die Darstellung folgt im wesentlichen *Hayek* 1931b, siehe auch die Ergänzungen in *Hayek* 1934.

[15] Siehe unten, den Abschnitt zur endogenen Deflation.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Preis- und Produktionsstruktur sind die Folgewirkungen des Konjunkturzyklus endgültig überwunden.

Eine Hybridversion der beiden Ansätze[16] versucht mittels der Unterscheidung von primärer und sekundärer Deflation (oder auch Depression) die österreichische Erklärung des oberen Wendepunktes durch Überinvestition mit der Erklärung der Depression durch einen Mangel an effektiver Nachfrage zu kombinieren.

Neutralität: Niveau versus Veränderung der Geldmenge

Trotz des gemeinsamen Ausgehens von den Zusammenhängen der Quantitätstheorie unterscheidet sich das „österreichische" Verständnis der Neutralität des Geldes von der „modernen" Fassung dieses Konzepts. In der modernen Lehrbuchfassung ist Neutralität eine komparativ-statische Eigenschaft eines (makroökonomischen oder allgemeinen) Gleichgewichts, nämlich die Invarianz der realwirtschaftlichen Variablen gegenüber exogenen Veränderungen der Geldmenge. Aus Sicht der österreichischen Theorie (siehe insbesondere *Hayek* 1929c) ermöglicht überhaupt erst die Geldwirtschaft das Auftreten von Konjunkturschwankungen; Geld ist in diesem Sinne ein Störfaktor und kann nur durch eine entsprechende Geldpolitik (oder ein entsprechendes Geldsystem) neutralisiert werden. Neutralisierung heißt hiebei Ausschaltung von Inflation oder Deflation. Ein neutrales Geld ist demnach in erster Annäherung[17] ein in seiner Menge (bzw. in seiner Wirksamkeit, d. h. unter Berücksichtigung von Änderungen der Umlaufsgeschwindigkeit) unveränderliches Geld. Das erfordert daher ein Konstanthalten (die Stabilisierung) von MV.

Die Verbindung zwischen diesem und dem modernen Neutralitätskonzept besteht offenkundig darin, dass zwischen dem Einfluss des Niveaus und der Änderung der Geldmenge unterschieden werden muss. Auch aus österreichischer Sicht ist die bloße nominelle Höhe der Geldmenge irrelevant, soweit sich die Wirtschaft an diese Geldmenge vollständig angepasst hat (also in einem Zustand des Gleichgewichts). Hiebei hat diese erforderliche Anpassung zwei Aspekte: Einerseits geht es um die Anpassung der Produktionsstruktur, die frei von den Verzerrungen durch (vorangegangene) Inflation oder Deflation sein soll. Andererseits ist die Anpassung von rigiden oder in langfristigen Kontrakten fixierten Preisen an das der aktuellen Geldmenge entsprechende Preisniveau gemeint. Ist ein Gleichgewicht noch nicht erreicht, dann kann die Bedachtnahme auf diese unterschiedlichen Aspekte zu einem

[16] Siehe unten, den Abschnitt zu schädlichen Effekten der Deflation.

[17] Für die Fülle zusätzlicher Bedingungen vgl. *Hayek* 1931b, Kapitel 4, und 1933a.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zielkonflikt bei der Wahl der geeigneten Geldpolitik führen, ein Problem, das z. B. Hayek schon früh erkannt hat.[18] Ist jedoch eine solche vollständige Anpassung erfolgt, dann ist die Höhe der Geldmenge bedeutungslos. Ein und dasselbe realwirtschaftliche Gleichgewicht kann mit einer großen Geldmenge und einem hohen Preisniveau oder mit einer kleinen Geldmenge und einem niedrigen Preisniveau verwirklicht werden. Störungen des Gleichgewichts resultieren nicht aus einer hohen oder niedrigen Geldmenge, sondern aus einer Zunahme oder Abnahme der Geldmenge – aufgrund von dadurch hervorgerufenen Verzerrungen.

Eine gewichtige wirtschaftspolitische Bedeutung erhält diese Feststellung für die Wahl zwischen den Alternativen von Stabilisierung oder Wiederherstellung des Preisniveaus (bzw. einer Goldparität) nach einem Prozess der Inflation oder Deflation. Es ist daher zweifelhaft, so *Hayek* (2012b, 181 [1933c]):

> … dass tatsächlich nicht das sich ändernde, sondern das geänderte Preisniveau schädlich ist, und dass es daher wünschenswert sei, falls einmal eine Änderung in eine Richtung geschehen sei, eine Änderung in der Gegenrichtung hervorzubringen, um zu dem zurückzukehren, was als das normale Preisniveau angesehen wird.

In dem zitierten Beitrag wendet sich Hayek gegen die – in Großbritannien inmitten der Wirtschaftskrise und nach einem erheblichen Preisrückgang – weitverbreitete Forderung einer „Reflation“, d. h. einer monetären Expansion mit dem Ziel, das Preisniveau wieder auf das Vorkrisenniveau anzuheben. Da sich – so sein Argument – mittlerweile die Wirtschaft ohnehin bereits weitgehend dem niedrigeren Niveau der Geldmenge angepasst habe, würde eine Änderung der Geldmenge bloß erneute Störungen der Wirtschaft verursachen und die Erholung aus der Krise verzögern.

Das Argument lässt sich umgekehrt, und mehr im Einklang mit dem Thema dieses Beitrags, auch auf die Frage nach den Alternativen nach dem Auslaufen eines Prozesses der Inflation ummünzen. Hier stehen einander die Optionen einer Stabilisierung des Preisniveaus auf dem neuen höheren Stand und einer Rückkehr zum ursprünglich niedrigeren Niveau gegenüber, oder in Bezug auf den Wechselkurs ausgedrückt: Abwertung oder Rückkehr zur alten Parität (Devalvation versus Deflation). Das von Hayek gegen Reflation vorgebrachte Argument würde auf die Option der Hinnahme und Stabilisierung des gestiegenen Preisniveaus hindeuten. Tatsächlich sahen sich die österreichischen Ökonomen insbesondere im Gefolge der Kriegs- und Nachkriegsinflationen vor diese Wahl gestellt. So nahm etwa Ludwig Mises

[18] Im Hinblick auf diese zwei Aspekte schreibt er: „Eine theoretische Begründung der Geldpolitik … hätte die relative Wichtigkeit zweier nur alternativ verwirklichbarer Ziele gegeneinander abzuwägen und allenfalls einen Mittelweg zu suchen …“ (*Hayek* 2015, 213 [1929b], siehe auch ähnlich 2012b, 204 [1934]).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

im Falle Österreichs im Jahre 1918 – ehe beide Alternativen scheiterten und es statt dem zu einer Hyperinflation kam – eine ambivalente Position ein, in der er Vor- und Nachteile beider Optionen anführte.[19] Weitaus bedeutsamer war die Rückkehr Großbritanniens zur alten Pfundparität im Jahre 1925 (die „ökonomischen Konsequenzen von Mr. Churchill"). Nicht nur Keynes, sondern auch Hayek hatten diese Entscheidung abgelehnt, da sie aus dem Trugbild der notwendigen Rückkehr zu einem „normalen" Preisniveau resultierte.[20]

Neutralität und Wachstum

Eine Erweiterung der Überlegungen zum neutralen Geld besteht darin, sie statt – wie meist üblich – auf eine stationäre auf eine wachsende Wirtschaft anzuwenden. Wird eine mit einer konstanten Rate wachsende (in der zeitgenössischen Terminologie: eine gleichmäßig fortschreitende) Wirtschaft zum Ausgangspunkt gemacht,[21] so folgt daraus unmittelbar die Unvereinbarkeit von Neutralität und Preisniveaustabilität – ein Ergebnis, das besonders *Hayek* (1929c) herausgearbeitet hat. Neutralität bedeutet einen unveränderten Geldumlauf und muss daher zu einem invers mit der Wachstumsrate (bzw. dem Produktivitätsfortschritt) sinkenden Preisniveau führen – was späterhin als „Produktivitätsnorm" für das Preisniveau bezeichnet wurde.[22] Neben der Aufrechterhaltung der Neutralität (und damit der Vermeidung von Preisverzerrungen) gewährleistete diese Norm auch wünschenswerte Verteilungswirkungen, da damit auch die Bezieher fester Einkommen am Produktivitätsfortschritt partizipieren können. Hier taucht auch bei *Lionel Robbins* (1932, 418) zum ersten Mal die Wendung auf, es handle sich bei den Anhängern dieser Norm – er nennt u. a. Marshall, Edgeworth, Taussig, Hawtrey, Robertson und Pigou – da sie ihre Position auf diesen Billigkeitsargu-

[19] Vgl. *Mises* 1918. Siehe auch *White* 2013, 13: „Mises is reported to have criticized the recommendation that a deflation should be undertaken to reverse the effects of wartime inflation by remarking that, once you have run a man over with a truck, you do him no favor by putting the truck in reverse and driving over him in the other direction." Die Suche nach der Quelle dieses – möglicherweise apokryphen – Mises-Zitats war bisher erfolglos.

[20] *Hayek* 2012b, 181 [1933c] spricht davon als den „üblen Folgen dieses Wahns …"; siehe auch 2001a, 128 f. [1978a].

[21] Tatsächlich war die Konzeptualisierung einer wachsenden Wirtschaft in den 1930er Jahren noch recht unausgereift; so unterscheidet z. B. *Haberler* (1931) zwischen intensivem Wachstum entweder aufgrund von technischem Fortschritt oder durch zunehmende Kapitalintensität und extensivem Wachstum aufgrund zunehmender Bevölkerung. Im Folgenden wird die erste Variante vorausgesetzt.

[22] Siehe z. B. *Selgin* 1995.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

menten gründen, eben gerade nicht um „eine Handvoll ‚sadistischer Deflationisten' ".[23]

Umgekehrt ist das Ziel der Preisniveaustabilität in einer wachsenden Wirtschaft nur dadurch zu erreichen, dass die Geldmenge im Gleichschritt mit der Produktion ausgeweitet wird. Aus Sicht der österreichischen Konjunkturtheorie handelte es sich dabei aber trotzdem um Inflation, wenn auch – in der Terminologie von *Haberler* (1931) – nur um „relative Inflation". Wie jede Inflation habe aber auch diese Ausweitung des Geldstroms, selbst wenn sie nur mäßig ausfalle, das Potential solche Strukturverzerrungen zu verursachen, die letztlich in eine Krise münden müssten. Darin liege auch die Ursache für die Große Depression der US-Wirtschaft begründet: Die „lange Hochkonjunktur" der 1920er Jahre, mit einer wachsenden Wirtschaft und stabilem Preisniveau, habe die durch die fortgesetzte monetäre Expansion verursachten Strukturmängel überdeckt, die schließlich im Zusammenbruch von 1929 und der darauf folgenden Krise sichtbar geworden seien. Die Hoffnung auf Konjunkturstabilisierung durch aktive Geldpolitik habe sich somit in den USA als trügerisch erwiesen und die durch geldpolitische Maßnahmen herbeigeführte Verlängerung des Booms nur zu einer Verschärfung der nachfolgenden Krise geführt. Diese Diagnose (und die darauf basierende Rezeptur der Produktivitätsnorm) wird von den zeitgenössischen Vertretern der österreichischen Theorie fast unisono vorgetragen. Zum Beispiel stellt *Machlup* (1931, 125) apodiktisch fest: „Eine Preissenkung als Folge vermehrter Erzeugung kann niemals Ursache einer wirtschaftlichen Depression sein" (im Original gesperrt). *Hayek* (2011a, 13 [1932a]) behauptet für die USA und „die Periode bis 1929", dass „die künstliche Verhinderung des durch die Kostensenkung bedingten Preisfalles schädlich gewirkt habe"; und für *Haberler* (1933, 95) war die Stabilität der US-Großhandelspreise in demselben Zeitraum „der experimentelle Beweis" dafür, „dass nicht nur eine absolute Inflation, … sondern schon eine relative Inflation … genügen kann, einen Konjunkturaufschwung anzufachen".[24]

Ein in der zeitgenössischen Debatte (und in deren Wiederaufnahme) weitgehend vernachlässigtes Problem dieser Produktivitätsnorm besteht in der Nichtnegativitätsbeschränkung („zero lower bound") für den Nominalzinssatz. Wenn das Preisniveau im Gleichgewicht mit der Rate des Produktivitätsfortschritts abnimmt, so entsteht selbst bei einem Nominalzins von null ein Realzins in der Höhe dieser Rate. Auch wenn der Realzinssatz des

[23] Die Debatte um „stabile Preise versus neutrales Geld" erlebte 1934/35 unter der Beteiligung von Robertson, Bode, Haberler, Kaldor und Harrod einen letzten Höhepunkt, siehe dazu *Klausinger* 2003.

[24] Für ähnliche Passagen siehe auch *Hayek* 2015, 318 ff. [1928], 2016, 222 [1933b] oder Robbins 1934, 43 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gleichgewichts über diesem Wert liegt, erscheinen dessen Stabilitätseigenschaften doch als fraglich, insbesondere bei Störungen, die zu einem weiteren Sinken des Preisniveaus führen. Dieses Problem ähnelt im Übrigen dem von *Friedmans* (1969) „optimaler Geldmenge" – wird eine Preisdeflation in der Höhe des Realzinssatzes herbeigeführt, um den Nutzen aus der Geldhaltung zu sättigen, befindet sich die Wirtschaft in einem Gleichgewicht „auf des Messers Schneide".

Endogene und exogene Deflation

In einem weiteren Punkt der Debatte geht es darum, inwiefern die im Konjunkturzyklus auftretenden Prozesse der Inflation und Deflation sich (exogenen) Eingriffen der Geldpolitik (d. h. der Notenbanken) verdanken oder (endogen) aus dem Wirtschaftssystem heraus entstehen. Dabei ist zu beachten, dass die Diagnose der Endogenität eine bestimmte Organisation des Geldsystems als gegeben voraussetzt, z. B. in den meisten hier referierten Beiträgen ein System, das eine Geldschöpfung der Geschäftsbanken zulässt. Von der österreichischen Konjunkturtheorie nahmen daher auch viele Versuche ihren Ausgang, durch Reformen des Geldsystems die Möglichkeiten solcher exogen oder endogen verursachter Inflation zu beseitigen. Beispiele hierfür sind etwa die Vorschläge voll gedeckter Bankeinlagen (z. B. im Rahmen des sog. Chicago-Planes), der Wiedereinführung des Goldstandards oder Hayeks späte Idee der Entstaatlichung des Geldes durch Privatisierung des Geldangebots. Auf diese wird hier jedoch nicht näher eingegangen.[25]

Zu klären bleibt hierbei einerseits, inwieweit es tatsächlich exogene oder endogene Anstöße (Inflationen oder Deflationen) sind, die Konjunkturen und Krisen herbeiführen – also eine faktische Frage, und anderseits welche Rolle die Unterscheidung, insbesondere von exogen oder endogen verursachter Deflation, im Hinblick auf die Krisenbekämpfung spielt – eine Frage der (theoriebasierten) wirtschaftspolitischen Beurteilung.

Die eindeutigste Antwort auf die Faktenfrage gibt wohl Mises,[26] der durchwegs Inflation und Konjunkturzyklen auf das Verhalten der Notenbanken zurückführt, das er durch die weitverbreitete Grundhaltung des „Inflationismus" bestimmt sieht. Die Schaffung von Inflation bilde dabei sowohl den Ausweg aus den fortwährenden Budgetkrisen als auch die Antwort auf die populäre Forderung nach möglichst niedrigen Zinsen. Die meisten anderen Vertreter der österreichischen Konjunkturtheorie, z. B. Hayek und Machlup, sehen neben solchen exogenen Anstößen auch endogene Faktoren am Werk.

---

[25] Vgl. z. B. *Simons et al.* 1994 [1933] und *Hayek* 2011b [1976].

[26] Siehe *Mises* 1924, besonders 200 ff., und 1928.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hayek (1929c, 75ff.) gründet den monetären Charakter seiner Konjunkturerklärung geradezu darauf, dass die „notwendige Wiederkehr der Kreditzyklen" auf endogene Schwankungen in der Kreditschöpfung der Geschäftsbanken zurückzuführen sei. Diese sei im System der partiellen Reservehaltung[27] angelegt, da dieses den einzelnen Banken erlaube, auf einen Anstieg der Kreditnachfrage mit einer Ausweitung des Kreditvolumens anstatt mit einer Zinserhöhung zu reagieren. *Machlup* (1931) skizziert einen anderen Mechanismus der endogenen Inflation im Aufschwung, indem er – ähnlich wie danach *Hicks* (1933) – davon ausgeht, dass im Aufschwung aufgrund positiver Risikoeinschätzungen Horte abgebaut werden (und damit MV zunimmt), und umgekehrt im Abschwung Horte aufgebaut werden.

Diese Mechanismen werden insbesondere auch in der Krise wirksam, wo sie zu einer „automatischen" Deflation führen. Erstens, führen verschlechterte Zukunftsaussichten zu einer Erhöhung der Kassenhaltung – nämlich „durch Hortungen von Seiten des misstrauisch gemachten Publikums und durch größere Kassenhaltungen von Seiten vorsichtiger Unternehmungen und Banken" (*Machlup et al*. 2005, 363 [*Machlup* 1934b]) – und damit zu einer Verringerung der Umlaufsgeschwindigkeit. Zweitens reagieren Banken auf einen Rückgang der Kreditnachfrage mit einer Einschränkung des Kreditvolumens. Es kommt zur „Rückzahlung von Bankkrediten seitens verschuldeter Unternehmungen, ohne dass andre Unternehmungen diese freigewordenen Kredite in Anspruch nehmen" (ibid.), wodurch die Kredit- und die Geldmenge schrumpfen.[28] Hier sehen die Österreicher einen Zusammenhang mit der realwirtschaftlichen Ursache der Krise: Es ist die verzerrte Preisstruktur, die Investitionen unrentabel macht; die Deflation ist daher „nicht die Ursache, sondern die Wirkung der Unprofitabilität der Industrie" (*Hayek* 2012a, 54 [1933d]). In letzter Linie wird daraus der Schluss gezogen, dass um Krise und Depression zu bekämpfen, nicht die Deflation als solche, sondern deren Ursachen – die aufgrund von Rigiditäten fortbestehende falsche Preisstruktur – zu beseitigen ist. Durch den Druck, den Deflation auf die bestehende Starrheit des Preis- und Lohnsystems ausübt, könne letztlich die Erholung sogar beschleunigt werden. Ohne (kontraproduktive) Intervention der Geldpolitik sei es wahrscheinlich, dass „gerade diese Widerstände gegen die Wiederanpassung einen heftigen Prozess der Deflation ausgelöst hätten, der schließlich diese Rigiditäten überwunden hätte" (*Hayek* 2012a, 55 [1933d]).[29]

---

[27] Das heißt eines Systems, in dem die Geschäftsbanken weniger als 100 % Barreserven gegenüber von ihnen gewährten Sichtguthaben halten müssen.

[28] Einen solchen Prozess der „automatischen ‚Selbstdeflation'" beschreibt schon *Schumpeter* (1987, 65 [1928]) als Teil des Abschwungs.

[29] Siehe auch *Hayek* 2016, 224 [1933b].

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

An diesen Ausführungen zur endogenen Deflation ist jedenfalls bemerkenswert, dass sie primär am Rückgang der Investitions- bzw. Kreditnachfrage ansetzen und die krisenbedingte Entwicklung des Kreditangebots weitgehend außer Acht lassen. Man möchte meinen, dass in der Großen Depression das größere Problem darin bestanden hatte, dass Unternehmen ihre Kredite *nicht* zurückzahlen als darin, dass mehr Kredite zurückgezahlt als neu aufgenommen werden. „Eingefrorene Kredite", Firmenbankrotte und Bankzusammenbrüche und die dadurch bewirkte Schrumpfung des Kreditangebots und des Geldumlaufs werden zumeist nur gestreift; *Hayek* (2016, 224 [1933b]) meint gar, dass im Vergleich zum notwendigen realwirtschaftlichen Umstellungsprozess die „Liquidationen von Unternehmungen im rein finanziellen Sinn … meist zu Unrecht in den Vordergrund gestellt" würden.

Für die Interpretation der in der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre tatsächlich zu beobachtende Deflation bleiben damit gegenüber diesen endogenen die exogenen Ursachen zweitrangig. Typischerweise wird ein Beitrag der Notenbankpolitik zur Deflation geleugnet: *Hayek* (2012a, 54 [1933d]) resümiert, „weit davon entfernt eine deflationäre Politik zu verfolgen, haben die Zentralbanken … weitreichende Anstrengungen unternommen, die Depression, besonders in den USA, durch eine Politik der Kreditexpansion zu bekämpfen", und Machlup stellt fest, „dass in keinem Staat ‚Deflationspolitik' betrieben wurde" (*Machlup et al*. 2005, 363 [*Machlup* 1934b]). Vielmehr besteht Einigkeit darüber[30], dass generell – wenn auch in den einzelnen Ländern unter unterschiedlichen Rahmenbedingungen – das Versagen der geldpolitischen Instanzen bei der Krisenbekämpfung nicht in einer zu restriktiven, sondern in einer *zu expansiven* Ausrichtung bestanden habe. Pars pro toto, sei hier wieder Hayek zitiert.[31] Was er 1932 noch als „großzügiges und gewagtes währungspolitisches Experiment" (*Machlup et al*. 2005, 136 [*Hayek* 1932b]) bezeichnet, sieht er im Rückblick als gescheitert an, denn „… es ist schwer zu erkennen, wie dasselbe Phänomen, das die Krise hervorgebracht hat …, nun das Heilmittel für sie sein soll" (*Hayek* 2012b, 200 [1934]).[32] Es handle sich bloß um die irregeleitete Anwendung „ökonomischer Homöopathie".[33]

---

[30] Für die später vorsichtigere Beurteilung durch Ökonomen wie Röpke und Haberler, siehe unten.

[31] Siehe auch ganz ähnlich *Mises* 1931, *Robbins* 1934, 17 oder *Machlup* 1934a, besonders die Kapitel 2 und 10. Machlup warnte 1933 davor, die durch die Vollmachten Roosevelts ermöglichte Inflation in den USA würde schließlich „die Welt [als] wirtschaftliches Trümmerfeld" zurücklassen (*Machlup et al*. 2005, 199 [*Machlup* 1933b]).

[32] Siehe auch *Hayek* 2011, 14 f. [1932a] oder 2012a, 55 [1933d].

[33] Der Ausdruck findet sich erstmals bei Robbins 1932b, 1081.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Das Rätsel der „Großen Kontraktion“

Die von den Österreichern hartnäckig vorgebrachte Diagnose einer am Beginn der 1930er Jahre zu expansiven Geldpolitik, besonders der USA, widerspricht nicht nur der seit *Friedman & Schwartz* (1963, Kapitel 7) dominierenden Erklärung der Wirtschaftskrise durch einen fortgesetzten und anhand von empirischen Daten bestätigten Rückgang der Geldmenge („The Great Contraction“). Vielmehr steht diese Diagnose augenscheinlich auch im Widerspruch mit der Norm des neutralen Geldes. Denn für alle von den österreichischen Autoren betrachteten Staaten belegen die monetären Daten für diejenige Periode, für die eine exzessive monetäre Expansion behauptet wird, im Gegenteil ein Schrumpfen. In den USA sanken z. B. die Geldmengenaggregate M1 bzw. M2 zwischen 1929 und 1933 um 26 % bzw. 33 %, während allerdings die Zentralbankgeldmenge im gleichen Zeitraum um 15 % gestiegen war; der Kontraktion der Geldmengen entsprach ein Rückgang des Sozialprodukts um etwa ein Drittel und des Preisniveaus um etwa ein Viertel.[34] Wie bereits oben gezeigt wurde, bezieht sich die Norm des neutralen Geldes auf eine breite Geldmengendefinition, die auch die Sichteinlagen der Geschäftsbanken miteinschließt. Wenn es nun wie in den USA zu einem Schrumpfen dieser Einlagen und einem Rückgang des „Geldschöpfungsmultiplikators“ gekommen war, hätte eine dem entgegen gerichtete Ausweitung der Geldbasis dieser Norm entsprochen und nicht als „expansiv“ oder „inflationistisch“ abgelehnt werden dürfen. Dieser innere Widerspruch stellt ein Rätsel dar, das es aufzulösen gilt.[35]

Die erste Lösung, die sich für dieses Rätsel anbietet, besteht darin, die Österreicher als Opfer von „irreführenden monetären Indikatoren“ (*Steindl* 1995, 117) zu sehen, insofern als die den Zeitgenossen zur Verfügung stehenden empirischen Daten diese Fehleinschätzung verursacht hätten. Zum Beispiel waren aus den Notenbankausweisen wohl ohne weiteres Informationen über die Veränderungen der Zentralbankgeldmenge, nicht aber über breitere Aggregate wie das heutige M1 oder M2 zu entnehmen. Eine erste diesbezügliche Untersuchung bietet erst Lauchlin Currie (1934), der daraus auch dieselben („prä-monetaristischen“) Schlussfolgerungen wie später Friedman & Schwartz zieht. Aus gleich anzuführenden Gründen erscheint aber diese Erklärung doch nicht als völlig befriedigend.

Eine alternative Lösung mag aus der unterschiedlichen Bewertung von endogen und exogen herbeigeführten Deflationsprozessen resultieren. So unterscheidet der der Österreichischen Schule nahe stehende *Alfred Amonn*

---

[34] Siehe *Friedman & Schwartz* 1963, Tabelle A1.

[35] Vgl. dazu, besonders vor dem Hintergrund der österreichischen Währungspolitik, *Klausinger* 2005.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(1934) begrifflich zwischen der endogenen „Kontraktion“ und der exogenen „Restriktion“ der Geldmenge. Er kommt dabei, ebenso wie auch Machlup[36], zu dem Urteil, nur die letztere sei schädlich, die erstere jedoch nicht. Vor dem Hintergrund der bisherigen Ausführungen zur österreichischen Konjunkturtheorie fällt es nicht leicht, für das dahinter steckende Argument eine rationale Begründung zu finden. Machlup scheint jedenfalls zu meinen, dass in dem Ausmaß, als im Aufschwung endogen die Geldmenge durch Geldschöpfung gesteigert worden sei, sie nun im Abschwung auch gefahrlos durch Geldvernichtung verringert werden könne. In diesem Sinne bezeichnet er die während der Depression herrschende Furcht vor der Deflation als „Deflationshysterie“ (*Machlup* 1933c, 317). Dass solche (endogene) Deflationen keinen Schaden anrichteten, sei aus den zwei Preiszyklen der USA nach 1914 zu erkennen: „Beide Zyklen waren die Folge von Inflationen, wobei die zweite … bei fast stabilem Warenpreisniveau vor sich ging.“ Und hinsichtlich des zweiten Zyklus führt er aus: „Die Kreditinflation, gemessen an der Summe aller Bankguthaben, hatte von 1922 bis 1928 14½ Md. Dollar betragen. Vom 4. Oktober 1929 bis 31. Dezember 1932 gingen die Depositen wieder von 55.180 auf 41.643 Mill. Dollar zurück; also waren 13½ Md. Dollar wieder verschwunden.“ Das versteht Machlup offenbar als einen ganz natürlichen Vorgang: „In Wahrheit ist … die Deflation die *notwendige* Folge einer vorangegangenen Kreditinflation“ (ibid., meine Hervorhebung).[37]

Auch wenn diese Lösung, so angreifbar sie auch faktisch sein mag, innerhalb der Argumentation Machlups logisch kohärent ist, so ist sie doch mit Beiträgen anderer österreichischer Autoren nicht ohne weiteres vereinbar. Insbesondere die oben erwähnten Ausführungen Hayeks zur Alternative, Stabilisierung versus Rückbildung eines inflationierten Preisniveaus, scheinen dem zu widersprechen. Das machte es allerdings noch schwieriger, eine Begründung für die Machlup nicht unähnliche Position von Hayek zu finden. Neben einer irrationalen aus den Erfahrungen der Hyperinflation der 1920er Jahre genährten Inflationsangst wäre noch der von Hayek stets vertretene Primat der Bekämpfung der Krisenursachen gegenüber der bloßen Bekämpfung der Krisensymptome eine mögliche Erklärung. Darauf wird im folgenden Abschnitt eingegangen.

---

36 Siehe *Machlup* 1933: „Die Kontraktion ist keine Geldpolitik und ihr sollte nicht durch Geldpolitik entgegengewirkt werden. Vielmehr wird die Kontraktion durch die Verzerrung der Produktion und die Fehlanpassung des Preissystems bewirkt …“.

37 Es ist erwähnenswert, dass Machlups Berechnung der Summe der Bankguthaben nicht entscheidend von den Berechnungen von Friedman & Schwartz abweicht; möglicher Weise entnahm er die Daten der bereits existierenden Studie von *Knoblich* 1933.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schädliche Effekte der Deflation?

Abschließend soll noch auf die Reaktionen der Österreicher, hier aber besonders von Hayek, auf die Argumente derjenigen Ökonomen eingegangen werden, die Deflation für schädlich und für eine Ursache der Depression hielten. Diese basieren einerseits auf dem Konzept der sekundären Deflation (oder Depression), anderseits auf den Effekten von Deflationserwartungen.

Das u. a. von Röpke entwickelte Konzept der sekundären Deflation[38] unterscheidet zwei Aspekte der Deflation (bzw. der in der Depression vor sich gehenden Prozesse). Der primäre Prozess wirkt in die Richtung der Wiederherstellung des durch den inflationären Aufschwung zerstörten Gleichgewichts, insbesondere der „richtigen" relativen Preise. Daneben kann es aber zu einem sekundären Prozess kommen, in dem Produktions-, Einkommens- und Ausgabenrückgänge einander kumulativ verursachen, was sich monetär in einer endogenen Deflation ausdrücken wird; diese würde die Bewegung weg vom Gleichgewicht aber verstärken statt reduzieren. Je länger die Depression andauert und je stärker dabei der Geldumlauf schrumpft, desto eher werden die Effekte des sekundären die des primären Prozesses überwiegen. Damit wird aber Deflation tatsächlich zu einer Ursache der Depression und Krisenbekämpfung muss nun (auch) darin bestehen, dieser Deflation entgegenzuwirken. Selbst wenn daher in der primären Phase der Depression Ankurbelung durch Kreditpolitik unwirksam oder gar schädlich wäre, gilt das nicht mehr in der sekundären Phase, wo eine expansive Politik durchaus angebracht ist.

Die auf den „Fisher-Effekt" zurückgehende These von den schädlichen Effekten von Deflationserwartungen[39] (hier im Sinne von einem erwarteten Sinken des Preisniveaus) kann als eine Ergänzung der in solchen sekundären Prozessen wirksamen Mechanismen angesehen werden. Hier geht es darum, dass geldseitig ein Rückgang des Preisniveaus einerseits den Nominalzins senken, andererseits Erwartungen weiterer Preissenkungen schaffen kann. Wenn der Nominalzins seine Untergrenze (den „zero lower bound") erreicht hat, bleibt allerdings nur dieser Erwartungseffekt übrig, der den Realzins erhöht und damit zur mangelnden Rentabilität von Investitionen und damit auch zu einen Rückgang der „effektiven Nachfrage" beiträgt.[40]

Die Position Hayeks gegenüber diesen beiden Argumenten ist nun insofern zwiespältig, als er sie zwar – immerhin – als wichtige und ungelöste Prob-

---

[38] Siehe etwa *Röpke* 1933a, b; vgl. dazu *Klausinger* 1999.

[39] Dieser Effekt ist auch für die „stabilitätspessimistische" Version der keynesianischen Makroökonomik zentral, die sich auf Kapitel 17 der *General Theory* bezieht.

[40] Zur Relevanz dieses Effekts auch in modernen „New Keynesian"-Modellen siehe *Honkapohja* 2016.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

leme wahrnimmt, ihnen aber doch in seinen Überlegungen zur Krisenbekämpfung keine entscheidende Bedeutung einräumt. Diese Einstellung beruht wohl auf zwei miteinander eng verbundenen Festlegungen: Für Hayek ist die Beseitigung der Krisenursachen vorrangig gegenüber der Bekämpfung der aktuellen Depression, und davon ausgehend, dass die Krisenursache in einer falschen Preisstruktur und nicht in einer unzureichenden „Gesamtnachfrage" liegt, interessieren ihn fast ausschließlich solche „Struktureffekte" unter völliger Vernachlässigung möglicher „Aggregateffekte".

Der Primat der Krisenursachen im Vergleich zur Bekämpfung der Depression kommt bei Hayek durch die Unterscheidung von „sekundären monetären Komplikationen und den zugrundeliegenden realen Fehlanpassungen" (*Hayek* 2012b, 200 [1934]) zum Ausdruck, wobei mit „sekundär" tatsächlich die methodische Nachrangigkeit dieser Effekte bezeichnet wird. Er ist überzeugt, dass der „der eigentlichen Krise … folgende Prozess der Liquidation und Wiederanpassung … sich zweifellos nur im Anschluss an eine richtige Krisenerklärung verstehen lässt" (*Hayek* 2016, 223 [1933b]). Denn „die bisherigen Versuche, die … jenen methodisch sekundären in der Depression auftretenden Komplikationen gewidmet sind",[41] „… leiden alle unter dem Mangel einer ausreichenden Erklärung des Disequilibriums der Wirtschaft, von dem sie ausgehen" (ibid.). So stark ist die Überzeugung vom Primat der Krisenursachen, dass Hayek in jeder Form der Krisenbekämpfung durch „Ankurbelung" stets nur die Gefahr des neuerlichen Herbeiführens einer noch schlimmeren Krise erkennt.

Ähnlich charakteristisch ist auch Hayeks Diskussion der „Erwartungseffekte" einer Deflation bzw. eines sinkenden Preisniveaus. Hayek handelt das Thema unter dem Stichwort der „induzierten Deflation" ab (was oben als endogene Deflation bezeichnet wurde) und erkennt wohl, dass „die allgemeine Erwartung eines andauernden Preisfalles eigenartige Folgen haben und gewisse, sonst geltende Regeln in ihr Gegenteil verkehren" kann (*Hayek* 2016, 224 [1933b]). Zum Beispiel könne die Erwartung fallender Konsumgüterpreise die „Struktur der Produktion" [sic] derart beeinflussen, dass sie zu einer „Schrumpfung der Kapitalgüterproduktion führt" (ibid., 225), und umgekehrt eine in diesem Stadium einsetzende Reflation eine Verschiebung von der Konsum- zur Kapitalgüterproduktion bewirken (*Hayek* 2012b, 202 f. [1934]). Auch hier ist Hayeks Augenmerk nahezu ausschließlich auf die Auswirkungen der Erwartungen auf die Preis- und Produktionsstruktur gerichtet, unter – wie es scheint – völliger Vernachlässigung aggregierter Größen wie der Gesamtnachfrage. Die Möglichkeit schädlicher Effekte der Deflation per se, und nicht bloß auf dem Umweg über Struktureffekte, ist aus der Sicht Hayeks in den 1930er Jahren ausgeblendet.

[41] Er verweist hier besonders auf Keynes' *Treatise on Money*.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Eine völlige Klärung von Hayeks zeitgenössischer Position ist tatsächlich kaum möglich, da er das Deflationsproblem nie umfassend, sondern nur in Form von Randbemerkungen und obiter dicta abgehandelt hat. Die offenbar 1931 in Briefform vor sich gehende umfassende Diskussion des Deflationsproblems zwischen Hayek, Haberler, Machlup und Röpke ist (bis auf einen Brief[42]) verschollen.

Es war wohl – neben manchen theoretischen Unklarheiten – diese apodiktische Leugnung schädlicher Effekte von Deflation und damit einhergehend die ebenso strikte Ablehnung jeglicher expansiver Politik der Krisenbekämpfung, die schon vor dem Erscheinen der *General Theory* sowohl die akademischen Ökonomen als auch die öffentliche Meinung zu einer Abkehr von den radikalen Positionen der Österreicher bewogen haben. Obwohl Hayek, wie auch Machlup, seinen „Feldzug" gegen den Keynesianismus niemals aufgab, widerrief er in späteren Jahren doch zumindest sein Urteil zum Deflationsproblem:

> „Ich muss bekennen, dass ich vor 40 Jahren anders argumentierte und meine Meinung seither geändert habe. (…) Damals glaubte ich, dass ein kurzer Deflationsprozess der Starrheit der Geldlöhne nach unten ein Ende machen könnte. (…) Wäre ich heute für die Geldpolitik eines Landes verantwortlich, so würde ich sicherlich trachten, eine drohende tatsächliche Deflation (…) mit allen in Frage kommenden Mitteln zu verhindern" … (*Hayek* 2001, 135f. [1978a])[43]

Auch Machlup beklagte retrospektiv seine „übertriebene Orthodoxie" (*Machlup* 1982, 305):

> „Da ich mit den Nachkriegsinflationen gelebt hatte …, war ich ein fanatischer Antiinflationist, fast unempfänglich für die Kosten von Deflationen … Heute gebe ich dieses Vorurteil gerne zu" … (ibid., 299 f.)

Abschließende Bemerkungen

Welche Schlussfolgerungen lassen sich nun aus den resümierten Stellungnahmen der Anhänger einer österreichischen Konjunkturtheorie zur Großen Depression ziehen, die allenfalls auch die gegenwärtige Krisendiskussion erhellen könnten?

Eine grundlegende Schwäche der Anwendung des österreichischen Ansatzes auf Fragen der Krisenbekämpfung lag zweifellos in der inkohärenten

---

[42] Hayek an Haberler, 20. Dezember 1931, in Gottfried Haberler Papers, box 65 (siehe auch *Hayek* 2012b, 185). Auch dort beharrt Hayek darauf, dass eine induzierte Deflation „erst aufhören [wird], wenn Produktionskosten stärker gesunken sind als Preise, und solange das nicht der Fall ist, wird jede Bekämpfung der Deflation die Erreichung eines neuen Gleichgewichts nur verzögern".

[43] Siehe auch ibid., 140 f. Vgl. dazu neuerdings *Magliulo* 2016.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Position gegenüber dem Phänomen der Deflation. Einerseits erschien auf einen Gleichgewichtszustand bezogen Deflation als Abweichung von der Norm des neutralen Geldes und hätte daher mit entsprechenden geldpolitischen Maßnahmen bekämpft werden müssen. Anderseits erkannten die österreichischen Autoren zwar, dass es im Zuge der Krise zu einer endogenen Deflation kommen könne, waren sich aber nicht einig, inwiefern auch dieser Art von Deflation entgegengewirkt werden solle oder ob sie einen Teil eines „natürlichen" Anpassungsprozesses darstelle. Insbesondere wurde übersehen, dass die endogene Deflation der monetäre Ausdruck von kumulativen, sich selbstverstärkenden Effekten, weg vom wiederherzustellenden Gleichgewicht sein kann. Diese wurden von Zeitgenossen unter dem Stichwort der „sekundären Depression" oder „sekundärer Beschäftigungseffekte" diskutiert, noch ehe sie von Kahn und Keynes als „Multiplikatoreffekte" gefasst wurden. Im Übrigen wurde in der österreichischen Literatur auch die destabilisierende Wirkung von Fishers Erwartungseffekt kombiniert mit der Nichtnegativitätsbeschränkung für den Nominalzinssatz nicht erkannt.

Dahinter steckte aber noch ein allgemeineres Problem (paläo-)liberaler Politik, insoweit sich diese als eine Politik des Nicht-Eingreifens, im Extremfall des „Nichtstuns" definiert hat. Obwohl sich Hayek schon sehr früh darüber klargeworden war, dass sich z.B. die Durchsetzung einer Politik des neutralen Geldes, also die Konstanthaltung der Geldmenge im Konjunkturaufschwung, keinesfalls durch Passivität der Zentralbank verwirklichen ließe (*Hayek* 1931b, 109 f.), war er offenbar nicht dazu imstande, diese Einsicht auf den umgekehrten Fall von Krise und Depression anzuwenden. Aus seinen Schriften aus der Zeit und auch aus denen seiner Mitstreiter erhellt z. B. keineswegs, welche Politik des amerikanischen Fed während der Großen Depression denn nun „neutral" gewesen wäre. Gerade eine solche Politik der Neutralität, oder des „Nichtstuns", erforderte eine klare Vorgabe, was nicht zu tun sei, oder anders ausgedrückt, eine Regel, von der nicht abgewichen werden darf. Die Notwendigkeit eines solchen Regelwerkes bekräftigte Hayek, ins Allgemeine gewendet, in *Der Weg zur Knechtschaft*:

> Kein vernünftiger Mensch kann sich ein Wirtschaftssystem vorstellen, in dem der Staat ganz untätig ist [would do nothing]. Ein reibungslos arbeitendes Konkurrenzsystem braucht so gut wie jedes andere einen klug durchdachten [intelligently designed] und seinen Erfordernissen fortlaufend angepaßten rechtlichen Rahmen. (*Hayek* 2004 [1945], 37, vgl. die englische Version 2007, 88)

Ein zweiter Aspekt ist der der Bekämpfung der Krisenursachen zugeschriebene Vorrang gegenüber der Bekämpfung der aktuellen Depression. In manchen Analysen der Österreicher scheint es gar, als ob nicht wahrgenommen wurde (oder werden sollte), dass es sich dabei um zwei prinzipiell verschiedene Fragen handelt. Die nahezu obsessive Konzentration darauf, dass eine neuerliche Inflation als potentielle Ursache der nächsten Krise verhin-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dert werden müsse, bewog die meisten Autoren zur Ablehnung jeglicher expansiver Maßnahmen der Krisenbekämpfung.

Eng damit verbunden ist auch die mangelnde Einsicht in die Interdependenz von Struktur- und Aggregateffekten in der Krise bzw. Depression. Ist die Krise durch eine Störung des Gleichgewichts zustande gekommen – heute mögen wir vielleicht weniger an einen exzessiven Kapitalgütersektor als an Immobilienpreise oder Budgetdefizite denken – so muss das ultimative Ziel in der Wiederherstellung des Gleichgewichts und einer auf Dauer haltbaren Struktur bestehen. Der Fehler der Österreicher war, die möglichen Kollateralschäden einer nur auf Strukturbereinigung ausgerichteten Politik nicht mitbedacht zu haben. In dieser Hinsicht waren die Verfechter des Konzepts der sekundären Depression hellsichtiger, die in einer tiefen Depression deren Bekämpfung durch expansive Politik den Vorrang vor der Sanierung struktureller Fehler einräumen wollten.

Auf jeden Fall sollten die Widerrufe ihrer radikalen zeitgenössischen Positionen durch Hayek und Machlup – selbst wenn in Bezug auf die angeführten Kritikpunkte nicht klar ist, wie weit diese tatsächlich gehen – vor einer unkritischen Übernahme der damals angebotenen Rezepte auf gegenwärtige Probleme warnen. Deflation ist gefährlicher und Verhinderung von Deflation wichtiger, als die Österreicher glaubten; und Krisenbekämpfung ist nicht dasselbe wie Bekämpfung der Krisenursachen.

Literatur

Amonn, Alfred (1934): „Zur gegenwärtigen Krisenlage und inflationistischen Krisenbekämpfungspolitik“, Zeitschrift für Nationalökonomie 5, 1–17.

Bloch, Victor (1933): „Zur Frage der Ankurbelung durch Kreditpolitik“, Zeitschrift für Nationalökonomie 4, 405−408.

Caldwell, Bruce (2013): „Insights from Friedrich Hayek“, in West & Whaples, eds. 2013, 135−159.

Currie, Lauchlin (1934): The Supply and Control of Money in the United States. Cambridge: Harvard University Press.

Friedman, Milton (1969): The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago: Aldine.

Friedman, Milton/*Schwartz*, Anna J. (1963): A Monetary History of the United States, 1867–1960. Princeton: Princeton University Press.

Haberler, Gottfried (1931): „Die Kaufkraft des Geldes und die Stabilisierung der Wirtschaft“, Schmollers Jahrbuch 55 (6), 993–1023.

Haberler, Gottfried (1933): „Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung“, in Festschrift für Arthur Spiethoff, hgg. von Gustav Clausing. München: Duncker & Humblot, 92−103.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Haberler, Gottfried (1937): Prosperity and Depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements. Genf: League of Nations.

Hawtrey, Ralph G. (1923): Monetary Reconstruction. London: Longmans, Green & Co.

Hayek, Friedrich August (1928): „Das intertemporale Gleichgewichtssystem der Preise und die Bewegungen des ‚Geldwertes'", Weltwirtschaftliches Archiv 28, 33–76.

Hayek, Friedrich August (1929a): „Gibt es einen ‚Widersinn des Sparens'", Zeitschrift für Nationalökonomie 1, 387–429.

Hayek, Friedrich August (1929b): „Geldtheoretische Untersuchungen", Typoskript, in Friedrich A. von Hayek Papers, box 105, folder 1–4, abgedruckt in Hayek 2015, 197–295.

Hayek, Friedrich August (1929c): Geldtheorie und Konjunkturtheorie. Wien: Hölder-Pichler-Tempsky (Reprint 1976, Salzburg: Wolfgang Neugebauer).

Hayek, Friedrich August (1931a): „Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes", Economica 33, 270–295.

Hayek, Friedrich August (1931b): Preise und Produktion. Wien: Springer (Reprint 1976).

Hayek, Friedrich August (1932a): „Das Schicksal der Goldwährung", Der deutsche Volkswirt 6 (20), 642–645 und (21), 677–681.

Hayek, Friedrich August (1932b): „Die Bedeutung der New-Yorker Börsenhausse: Konjunkturumschwung?", Neues Wiener Tagblatt, 21. August, 16.

Hayek, Friedrich August (1933a): „Über ‚neutrales Geld'", Zeitschrift für Nationalökonomie 4, 659–661.

Hayek, Friedrich August (1933b): „Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung", in Festschrift für Arthur Spiethoff, hgg. von Gustav Clausing. München: Duncker & Humblot, 110–117.

Hayek, Friedrich August (1933c): „Restoring the price-level?", Typoskript, in Friedrich A. von Hayek Papers, box 105, folder 11, abgedruckt in Hayek 2012b, 180–184.

Hayek, Friedrich August (1933d): „Preface", in ders., Monetary Theory and the Trade Cycle. London: Jonathan Cape.

Hayek, Friedrich August (1934): „Capital and industrial fluctuations: A reply to a criticism", Econometrica 2, 152–167.

Hayek, Friedrich August (1935): „Preface to the second edition", in ders., Prices and Production, 2. Aufl. London: Routledge & Sons.

Hayek, Friedrich August (1945 o. J.): Der Weg zur Knechtschaft. Erlenbach-Zürich: Eugen Rentsch.

Hayek, Friedrich August (1976): Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies. London: Institute of Economic Affairs.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hayek, Friedrich August (1978a): „The campaign against Keynesian inflation“, in Hayek 1978b, 191–231.

Hayek, Friedrich August (1978b): New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas. London: Routledge & Kegan Paul.

Hayek, Friedrich August (1995): Contra Keynes and Cambridge: Essays, Correspondence, edited by Bruce Caldwell (The Collected Works of F. A. Hayek, vol. 9). Chicago: University of Chicago Press.

Hayek, Friedrich August (2001a): „Der Feldzug gegen die keynesianische Inflation“, in Hayek 2001b, 121–160 (Übersetzung von Hayek 1978a).

Hayek, Friedrich August (2001b): Wirtschaft, Wissenschaft und Politik. Aufsätze zur Wirtschaftspolitik, hgg. von Viktor Vanberg (Gesammelte Schriften in deutscher Sprache, Abteilung A, Band 6). Tübingen: Mohr Siebeck.

Hayek, Friedrich August (2004): Der Weg zur Knechtschaft, hgg. von Manfred E. Streit (Gesammelte Schriften in deutscher Sprache, Abteilung B, Band 1). Tübingen: Mohr Siebeck.

Hayek, Friedrich August (2007): The Road to Serfdom. Text and Documents. The Definitive Edition, edited by Bruce Caldwell (The Collected Works of F. A. Hayek, vol. 2). Chigao: University of Chigago Press.

Hayek, Friedrich August (2011a): Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung, hgg. von Alfred Bosch, Reinhold Veit und Verena Veit-Bachmann (Gesammelte Schriften in deutscher Sprache, Abteilung A, Band 3). Tübingen: Mohr Siebeck.

Hayek, Friedrich August (2011b): „Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufsmittel“, in Hayek 2011a, 129–254 (Übersetzung von Hayek 1976).

Hayek, Friedrich August (2012a): Business Cycles, Part I, edited by Hansjoerg Klausinger (The Collected Works of F. A. Hayek, vol. 7). Chicago. University of Chicago Press.

Hayek, Friedrich August (2012b): Business Cycles, Part II, edited by Hansjoerg Klausinger (The Collected Works of F. A. Hayek, vol. 8). Chicago. University of Chicago Press.

Hayek, Friedrich August (2015): Geld und Konjunktur, Band I: Frühe und unveröffentlichte Schriften, 1924–1931, hgg. von Hansjörg Klausinger (Gesammelte Schriften in deutscher Sprache, Abteilung A, Band 8). Tübingen: Mohr Siebeck.

Hayek, Friedrich August (2016): Geld und Konjunktur, Band II: Schriften, 1929–1969, hgg. von Hansjörg Klausinger (Gesammelte Schriften in deutscher Sprache, Abteilung A, Band 9). Tübingen: Mohr Siebeck.

Hicks, John R. (1933): „Gleichgewicht und Konjunktur“, Zeitschrift für Nationalökonomie 4, 441–455.

Honkapohja, Seppo (2016): „Monetary policies to counter the zero interest rate: an overview of research“, Empirica 43, 235–256.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Keynes, John Maynard (1930): The Treatise on Money. London: Macmillan (Reprint 1971, The Collected Writings of John Maynard Keynes, vols. 5 und 6).

Keynes, John Maynard (1936): The General Theory of Employment, Interest, and Money. London: Macmillan (Reprint 1973, The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. 7).

Klausinger, Hansjoerg (1999): „German anticipations of the Keynesian revolution? The case of Lautenbach, Neisser and Röpke“, European Journal of the History of Economic Thought 6, 378−403.

Klausinger, Hansjoerg (2003): „The Austrians on relative inflation as a cause of crisis“, Journal of the History of Economic Thought 25, 221−237.

Klausinger, Hansjoerg (2004): „‚Two Minutes of Austrian Economics.‘ Fritz Machlup's journalistic writings, 1932–1934“, Research into the History of Economic Thought and Methodology 22-B, 97–130.

Klausinger, Hansjoerg (2005): „‚Misguided monetary messages‘: The Austrian case, 1931–34“, European Journal of the History of Economic Thought 12, 25−45.

Klausinger, Hansjoerg (2012): „Introduction“, in Hayek 2012b, 1−43.

Knoblich, Arnold (1933): „Die Entwicklung der Bankdepositen in den Vereinigten Staaten von 1880 bis 1932“, Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers 15, 140–151.

Laidler, David (1999): Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the inter-war Literature on Money, the Cycle, and Unemployment. Cambridge et al.: Cambridge University Press.

Machlup, Fritz (1931): Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung. Wien. Springer (Reprint 2009).

Machlup, Fritz (1932): „Die Geldtheorie von J. M. Keynes“, Der Österreichische Volkswirt 24 (40), 967–970.

Machlup, Fritz (1933a): „Zur Frage der Ankurbelung durch Kreditpolitik“, Zeitschrift für Nationalökonomie 4, 398−404.

Machlup, Fritz (1933b): „Der mächtigste Mann“, Neues Wiener Tagblatt, 9. Juni, 1 f.

Machlup, Fritz (1933c): „Diagnose des Falls Amerika“, Der Österreichische Volkswirt 26 (13/14), 314–318.

Machlup, Fritz [1933?]: „Die Zeitschrift für Nationalökonomie“, handschriftliches Vortragsmanuskript, in Fritz Machlup Papers, box 86.

Machlup, Fritz (1934a): Führer durch die Krisenpolitik. Wien: Springer (Reprint 1998, Wien: Manz).

Machlup, Fritz (1934b): „Was ist eigentlich Deflation?“, Neues Wiener Tagblatt, 25. März, 10.

Machlup, Fritz (1982): „Währungsprobleme der Zwischenkriegszeit. Meine frühen Beiträge zu internationalen Währungsfragen“, Geschichte und Gegenwart 1, 289−319.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Machlup, Fritz/*Morgenstern*, Oskar/*Haberler*, Gottfried/*Hayek*, Friedrich August u. a. (2005): Wirtschaftspublizistische Beiträge in kritischer Zeit (1931–1934), hgg. von Hansjörg Klausinger. Marburg: Metroplis.

Magliulo, Antonio (2016): „Hayek and the Great Depression of 1929: Did he really change his mind?“, European Journal of the History of Economic Thought 23, 31–58.

Mises, Ludwig (1918): „Die Quantitätstheorie“, Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers 1 (3/4), 37–40.

Mises, Ludwig (1924): Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, 2. Aufl. Berlin: Duncker & Humblot (Reprint 2005).

Mises, Ludwig (1928): Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik. Jena: Fischer.

Mises, Ludwig (1931): Die Ursachen der Wirtschaftskrise. Ein Vortrag. Tübingen: Mohr Siebeck.

Robbins, Lionel (1932a): „Consumption and the trade cycle“, Economica 38, 413–430.

Robbins, Lionel (1932b): „Letter to the editor: Monetary policy“, The Economist, 14. Mai, 1081.

Robbins, Lionel (1934): The Great Depression. London: Macmillan.

Röpke, Wilhelm (1933): „Die sekundäre Krise und ihre Überwindung“, in Economic Essays in Honour of Gustav Cassel. London: Allen & Unwin, 553–568.

Röpke, Wilhelm (1933b): „Trends in German business cycle theory“, Economic Journal 43. 427–441.

Schumpeter, Joseph A. (1928) „The instability of capitalism“, Economic Journal 38, 361–386.

Schumpeter, Joseph A. (1987): Beiträge zur Sozialökonomik, hrsg. von Stephan Böhm. Wien/Köln/Graz: Böhlau.

Selgin, George (1995): „The ‚productivity norm‘ versus zero inflation in the history of economic thought“, History of Political Economy 27, 705–735.

Simons, Henry C. et al. (1933): „Banking and currency reform“, abgedruckt 1994, in Research in the History of Economic Thought and Methodology. Archival Supplement 4, 31–49.

Steindl, Frank G. (1995): Monetary Interpretations of the Great Depression. Ann Arbor: University of Michigan Press.

West, G. Page/*Whaples*, Robert M., eds. (2013): The Economic Crisis in Retrospect. Cheltenham et al.: Edward Elgar.

White, Lawrence H. (2013): „Recent arguments against the gold standard“, Policy Analysis 728. Washington: Cato Institute.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Archivalien

Friedrich A. von Hayek Papers, Gottfried Haberler Papers und Fritz Machlup Papers, in Hoover Institution Archives, Stanford University.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-58196-2 | Generated on 2025-12-16 15:20:31
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/