



ESSAY I » KAPITALISMUS-DEBATTE Mit seinem Sachbuch „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ landete der Franzose Thomas Piketty einen Bestseller – und lieferte mit seinen Thesen Kapitalismuskritikern eine Steilvorlage. Doch bei der Analyse der immer größer werdenden Einkommensschere hat Piketty auch entscheidende Fehler gemacht, wie unser Gastautor **DANIEL STELTER** in seiner Replik aufzeigt

Schuld ist die Schuldenpolitik

Der französische Nationalökonom Thomas Piketty hat mit seinem demnächst auch auf Deutsch erscheinenden Buch „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ perfekt den Zeitgeist getroffen. Müde von der ständigen Diskussion um Krise und Sparen, können Politik und Öffentlichkeit sich einem anderen Problem zuwenden: den (vermeintlich) unbegrenzt wachsenden Vermögen und vor allem der Ungleichverteilung derselben. Der Ruf nach höheren Steuern und Umverteilung wird lauter, wengleich die wenigsten das Buch, das in der englischen Fassung immerhin 685 Seiten hat, gelesen haben.

Was ist drin? Was ist dran? Und was fehlt? Das sind die Fragen, die meine Replik auf Pikettys Buch beeindruckt durch eine Fülle von Daten. Historische Daten werden aufbereitet, um die Entwicklung von Vermögen und Vermögensverteilung über Jahrhunderte nachzuvollziehen – für Großbritannien und Frankreich immerhin zurück bis ins Jahr 1700. Das ist ein großes Verdienst.

Weniger überzeugend ist das theoretische Gebäude, das er auf diesen Daten aufbaut. Wenn er feststellt, dass die Einkünfte aus Vermögen schneller wachsen als die Wirtschaft, dann ist das durch die historischen Daten tatsächlich gedeckt. Aber eine daraus abgeleitete „Weltformel“, die quasi gesetzmäßig erklären soll, warum die Reichen immer reicher würden, hält einer genaueren Betrachtung nicht stand. So betrachtet er die Daten vor Steuern und Transferleistungen. Bezieht man diese Umverteilung mit ein, stellt sich die Entwicklung weitaus weniger dramatisch dar.

Vermögensentwicklung und Schulden gehören zusammen

Zum anderen ist die von ihm angenommene nachhaltige Kapitalverzinsung von fünf bis sechs Prozent im Umfeld tiefer Zinsen und aufgeblähter Vermögenspreise völlig illusorisch. Heutige Investoren können froh sein, wenn sie in den kommenden Jahren eine Rendite von zwei Prozent – vor Steuern – erwirtschaften. Und drittens: Läge die Kapitalrendite wirklich dauerhaft über dem Wachstum der Wirtschaft, müsste die Gewinnquote auf 100 Prozent des BIP steigen. Allein dieser Hinweis genügt, um zu zeigen, dass die These falsch ist. Die Rendite für Kapital wird zwangsläufig sinken, weil es nicht mehr die erforderliche Nachfrage gibt, um das Warenangebot abzunehmen.

Andere Wissenschaftler würden bei solcher Unsicherheit mit Szenarien arbeiten, um die Sensitivität der Analysen auf kleinste Annahmeänderungen zu dokumentieren. Piketty hingegen arbeitet mit nur einer Hypothese und leitet daraus seine politische Forderung nach drastischer Besteuerung von Einkommen und Vermögen ab. Stand etwa die politische Antwort am Anfang der Analysen – und nicht an deren Ende?

Zudem springt Piketty mit seiner Problemanalyse deutlich zu kurz. Die Folgen der Deregulierung der Finanzmärkte und der lockeren Geldpolitik der letzten Jahrzehnte ignoriert er. Besonders die Bedeutung der gestiegenen Schulden für die von ihm diagnostizierte und bedauerte Vermögensentwicklung blendet er aus. Dabei liegt gerade hierin ein Schlüssel zum Verständnis für die Entwicklung der Vermögen und ihrer Verteilung.

Von der Schaffung neuen Geldes profitieren jene am meisten, die als Erste Zugriff auf das frische Geld haben. Banken, Hedgefonds und die Private-Equity-Branche gewinnen also überproportional. Diese nutzen billige Kredite, um ihr Eigenkapital renditestärker zu hebeln („leverage“). Liegt die Gesamtkapitalrendite eines Vermögenswerts über den Zinskosten, lässt sich durch einen vermehrten Einsatz von Fremdkapital (sprich Schulden) die Eigenkapitalrendite erheblich „hebeln“.

Ein Rechenbeispiel: Wenn ein Vermögenswert (zum Beispiel eine Aktie), den Sie für 100 Euro kaufen, zehn Euro jährlichen Ertrag abwirft, verzinst sich der Einsatz mit zehn Prozent. Wenn Sie sich die Hälfte des Kaufpreises zu einem Zinssatz von fünf Prozent leihen können, steigt die Rendite auf Ihren Kapitaleinsatz schon auf 15 Prozent (7,5/50), weil der Kredit Sie nur 2,50 Euro kostet. Können Sie sich 80 Euro zu fünf Prozent leihen, steigt Ihre Rendite auf 30 Prozent (6,0/20). Zugleich können Sie insgesamt mehr Aktien kaufen. Folge: Die Nachfrage nach dem Vermögensgegenstand nimmt zu, und der Preis steigt.

Wie erfolgreich diese Strategie in den letzten Jahrzehnten verfolgt wurde, lässt sich am Anteil des Finanzsektors an den Unternehmensgewinnen ablesen. Hatten Banken und Finanzdienstleister in den 1980er-Jahren einen Anteil von rund zehn Prozent an den Gewinnen der US-amerikanischen Unternehmen, stieg ihr Anteil auf über 40 Prozent im Jahre 2007. Nach dem deutlichen Einbruch in der Finanzkrise sind die Werte jetzt schon wieder auf ein Niveau von über 30 Prozent gestiegen. Hier zeigt sich, wie profitabel das Geschäft mit immer höherer Verschuldung ist.

Die Gegenüberstellung der Entwicklung von Vermögen und Schulden seit 1980 zeigt

eine eindrucksvolle Parallelität: Überall stiegen Vermögen und Verschuldung deutlich (siehe Grafik unten). Eine Scheinblüte.

Damit steht fest: Die Vermögen sind nur das Symptom, die Schulden die wahre Ursache. Dennoch versuchen Regierungen und Notenbanken, die Folgen der Expansionspolitik der vergangenen Jahrzehnte mit noch mehr billigem Geld und noch mehr Schulden zu bekämpfen. Es ist explizites Ziel der US-Notenbank Fed, über einen „Vermögenseffekt“ – also höhere Preise für Aktien, Anleihen, Immobilien, aber auch Kunst – die Reichen reicher zu machen, damit diese entsprechend mehr konsumieren und die Wirtschaft ankurbeln. Naturgemäß können nur jene von dieser Politik profitieren, die bereits über Vermögen verfügen. Wer also die zunehmende Ungleichverteilung von Vermögen beklagt, muss die Wirtschaftspolitik und vor allem die Geldpolitik kritisieren.

Piketty fordert Umverteilung und bleibt im System gefangen

Dies alles sieht Piketty nicht. Für ihn sind Schulden neutral. Von einem gegebenen Bruttovermögen zieht er die Schulden ab, um zum Nettovermögen zu gelangen. Das steht dann im Fokus seiner Analysen. Dass das Nettovermögen ohne die Möglichkeit des Leverage viel tiefer liegen würde, blendet er aus. Mit dieser falschen Diagnose wird auch sein Rezept falsch. Er hält die Staatsschuldenkrise in Europa für einen Ausfluss falscher Vermögensverteilung zwischen Staat und Privaten. Dementsprechend einfach auch seine Lösung: höhere Besteuerung und Vermögensabgaben.

Er bleibt im bestehenden System gefangen und propagiert lediglich mehr Umverteilung. Was in Pikettys Programm schlichtweg fehlt: die Erhöhung des Wachstumspotenzials, ein Umsteuern in der Geldpolitik und eine Abkehr von der Schuldenwirtschaft. Trotz Zweifeln an seinen Daten und vor allem dem darauf errichteten Theoriegebäude wird seine Überlegung, die Schuldenkrise durch Vermögensabgaben zu lösen, die Politik der kommenden Jahre prägen. Es soll keiner sagen, er sei nicht gewarnt gewesen.



DANIEL STELTER

Gründer des Thinktanks Beyond the Obvious

Von 1990 bis 2013 war Stelter Unternehmensberater bei der Boston Consulting Group (BCG). Von 2003 bis 2011 verantwortete er weltweit das Geschäft der BCG Praxisgruppe Corporate Development (Strategie und Corporate Finance). Seit dem Jahr 2007 berät Stelter internationale Unternehmen bei der Vorbereitung auf die Herausforderungen der fortschreitenden Finanzkrise. Stelter ist außerdem auch Autor, er wurde mit dem getAbstract International Book Award 2010 ausgezeichnet. Im April 2013 erschien sein Buch „Die Billionen-Schuldenbombe“ über die Schuldenkrise. Mit dem jetzt erschienenen Buch „Die Schulden im 21. Jahrhundert“ (Frankfurter Allgemeine Buch, ISBN 978-3-95601-077-4, 14,90 Euro) liefert Stelter einen wichtigen Beitrag zu der überfälligen Debatte über Thomas Pikettys Thesen.

Konsum auf Pump

Vor allem in den vergangenen zwei Jahrzehnten ist nicht nur die Staatsverschuldung von Ländern der EU, Japan oder den USA massiv angestiegen. Auch der private Sektor weist eine deutlich gestiegene Verschuldung aus. Unternehmen haben billiges Geld dazu genutzt, ihre Eigenkapitalrendite zu steigern, private Haushalte verschuldeten sich, um Immobilien zu kaufen oder schlichtweg zu konsumieren.

VERSCHULDUNG UND VERMÖGEN WACHSEN PARALLEL (IN % DES BIP)

