

## **Stehen die Zeichen wirklich auf Aufschwung?**

–Über neue und alte Fehler der deutschen und der europäischen Wirtschaftspolitik–

*(erschieden in einer leicht gekürzten Version am 7.12.99 im Handelsblatt)*

von  
Heiner Flassbeck

Die 90er Jahre werden wohl als das amerikanische Jahrzehnt in die Wirtschaftsgeschichte eingehen. Nie zuvor in der zweiten Hälfte dieses Jahrhunderts hat der amerikanische Kapitalismus seine Überlegenheit so deutlich demonstriert. In den letzten 10 Jahren war die Wachstumsrate jenseits des Atlantik fast doppelt so hoch wie in Europa und Vollbeschäftigung ist erreicht. Betrachtet man allerdings die jüngsten wirtschaftspolitischen Entscheidungen diesseits des Atlantik, gewinnt man den Eindruck, die Wirtschaftspolitiker hier seien davon überzeugt, die Ausgangsbasis für die aktuelle Geld- Finanzpolitik sei auf beiden Kontinenten gleich, als läge kein amerikanisches Jahrzehnt zwischen beiden Welten. Denn in der EWU fühlen sich wie in den USA Geld- und Fiskalpolitik aufgerufen, einer allfälligen konjunkturellen Überhitzung gegenzusteuern und ein Übergreifen der Ölpreissteigerungen auf die allgemeine Inflationsrate zu verhindern. Die Geldpolitik zieht die Zügel an und die Fiskalpolitik zieht mit, um „künftige Generationen zu entlasten,, und die öffentlichen Haushalte zu „sanieren,,.

Die lauteste Begleitmusik zu dieser heroischen und, wie sich zeigen wird, ahistorischen Wende in der europäischen Wirtschaftspolitik spielen die professionellen Prognostiker. Die Zeichen stünden so klar wie lange nicht auf Aufschwung, sagen fast alle, und die fast euphorischen Vorhersagen für 2000 bestätigen – wie immer – die Mehrheit und die Politik. Trotz der Zinserhöhung sei die Geldpolitik weiter expansiv, hört man allenthalben, und die konsolidierende Finanzpolitik wirke gar nicht restriktiv, weil sie über einen „Vertrauenseffekt,, (so der Sachverständigenrat) die Nachfrageseite positiv beeinflusse. Daß es in den USA eine deutliche konjunkturelle Abschwächung geben wird, das freilich ist herrschende Meinung. Schließlich habe dort der lange Aufschwung vielfältige Engpässe und Verzerrungen mit sich gebracht, von denen die Blase am Aktienmarkt nur die auffälligste sei. Da hat man schon einmal gehört: Beim letzten Bremsmanöver der Fed im Jahre 1994 wurde ähnlich argumentiert und es hat sich letztlich als fundamental falsch erwiesen. Die entscheidende Frage, ob und wie Europa sich von der amerikanischen Abschwächung abkoppeln kann, um einen Abschwung zu vermeiden, wird auch diesmal wieder nicht gestellt.

Der Beweis für die auch nach der Zinserhöhung noch „expansive,, Geldpolitik in Europa ist scheinbar leicht erbracht. Die einen verweisen dazu auf die Geldmengenentwicklung, die jenseits der Referenzmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) liegt. Die anderen auf die positive Zinsstruktur oder die im historischen Vergleich niedrigen kurzfristigen Realzinsen. All diese Argumentationsstränge aber sind nicht überzeugend. Die Geldmengenentwicklung wird selbst von der Bundesbank sehr vorsichtig interpretiert. Eine Reihe von Sonderfaktoren wie z. B. die Umschichtungen von lang- in kurzfristige Anlagen im Zusammenhang mit dem starken Rückgang der langfristigen Zinsen im Frühjahr oder das Jahr-2000-Problem erklären das leichte Überschießen ohne weiteres. Zudem kam der weitaus größte Beitrag für das starke M3-Wachstum in Europa aus dem sehr wachstumsschwachen Deutschland.

Sonderentwicklungen aber bieten weder Anlaß, die Zinsen zu erhöhen, noch sind sie ein Beleg für eine expansive Geldpolitik.

Ernster zu nehmen sind das Zinsdifferenz- und das Realzinsargument. Die Zinsdifferenz taugt aber immer dann nicht als Indikator für die Richtung der Geldpolitik, wenn die Märkte für langfristiges Kapital das vorwegnehmen, was die Geldpolitik anstrebt, nämlich eine Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität über höhere Zinsen. Das ist 1999 der Fall; die stärker positive Zinsdifferenz führt daher, wie 1994, in die Irre. Der kurzfristige Realzins ist in der Europäischen Währungsunion, berechnet man ihn mit den Verbraucherpreisen, mit derzeit etwa 2 % im historischen Vergleich in der Tat niedrig. In den 90er wie in den 80er Jahren betrug er gut 4 %. Das gilt grosso modo auch für Deutschland: Hier war der kurzfristige Realzins zwar etwas geringer als im übrigen Kontinentaleuropa, aber er lag zweifelsfrei oberhalb der jetzigen Rate.

Allerdings, der Realzins als solcher, ganz gleich, ob kurz oder lang, sagt wenig über die Wirkung der Geldpolitik oder die monetären Bedingungen im allgemeinen. Ein Realzins von 3 % kann hoch sein für eine Wirtschaft, deren Wachstumsdynamik deutlich unter 3 % liegt. Der gleiche Realzins aber kann niedrig sein für eine hochdynamische Wirtschaft mit einer Wachstumsrate von 6 %. Folglich sind historische wie internationale Vergleiche immer dann problematisch, wenn die Wachstumsdynamik der Regionen oder der Zeiträume sehr unterschiedlich ist. Der Zins muß also in irgendeiner Weise in Beziehung gesetzt werden zur realen Entwicklung der Wirtschaft, wie das Wicksell, Tobin oder Taylor schon vorgemacht haben. Im folgenden wird daher immer eine Zins-Wachstums-Relation zugrundegelegt.

Das Ergebnis ist überraschend. Für die 90er Jahre zeigt sich, daß der um die Wachstumsrate bereinigte Realzins in Europa mit fast 2 % im Durchschnitt wie im Verlauf weit oberhalb der in den USA realisierten 0,1 % liegt (Abb.). Insbesondere zu Anfang der 90er Jahre hatte die amerikanische Geldpolitik mit einer Relation von -2 % offenbar einen enormen Schub. Verblüffend ist: Der allgemein noch als sehr expansiv angesehene Wert von etwas unter Null, den die EWU nach der jüngsten Zinserhöhung erreicht, ist nicht weit entfernt von der derzeit, bei Vollbeschäftigung (!), von der Fed noch immer tolerierten Zins-Wachstums-Relation.

Daß von dieser Relation in Kontinentaleuropa ein starker Wachstumsimpuls ausgeht, kann bezweifelt werden. Schwer zu verstehen ist aber auf jeden Fall, daß so nah beieinander liegende Werte in den USA für eine Abschwächung, in Europa aber für Aufschwung sorgen sollen. Nimmt man hinzu, daß die für die Unternehmen relevante Preissteigerung besser durch die sog. Kerninflationsrate als durch den allgemeinen Verbraucherpreisindex wiedergegeben werden dürfte – für die Unternehmen ist Energie nur ein durchlaufender Posten – sieht das Bild noch einmal anders aus. Die Kerninflationsrate liegt für die EWU insgesamt unter 1 %. Damit ergibt sich für die nächsten Monate ein kurzfristiger Realzins von mehr als 2 % und eine positive Zins-Wachstums-Relation ist im Winterhalbjahr nicht mehr ausgeschlossen. Das ist kaum expansiv zu nennen, vergleicht man es mit dem Impuls, den die amerikanische Geldpolitik Anfang der 90er Jahre gesetzt hat.

Weitaus düsterer stellt sich das Bild für Deutschland dar. Hier ist – im Gefolge der deutschen Deflationspolitik bei den Löhnen und daraufhin sinkenden Lohnstückkosten – die Kerninflationsrate mit einem Wert bei Null erheblich niedriger als in den anderen europäischen Ländern. Folglich liegt der kurzfristige Realzins bei 3 % und, angesichts der akuten Wachstumsschwäche, die Zins-Wachstums-Relation bei 1 ½ %. Das ist ein Wert, der in den USA zum letzten Mal vor der Rezession Ende der 80er Jahre erreicht worden war.

Um die Gesamtwirkung der Geldpolitik abzuschätzen, reicht aber die Analyse der kurzfristigen Zinsen nicht aus. Letztlich entscheidend sind die langfristigen Sätze. 1994 etwa antizipierten die Märkte die Zinserhöhung der Notenbanken und der langfristige Zins stieg nicht nur in den USA, sondern weltweit, obwohl die europäischen Notenbanken die Zinsen selbst nicht erhöhten. Die Folge war eine globale Abschwächung 1995, die erst nach einem erneuten weltweiten Rückgang der Zinsen am langen Ende überwunden werden konnte.

Eine ähnliche Entwicklung zeichnet sich für das Jahr 2000 ab. Die amerikanische Notenbank erhöht, nach einer kurzen Unterbrechung während der Asienkrise, die Zinsen seit Mai 1999 wieder. Sie wird diese Politik solange fortsetzen bis – bei welchem Zinsniveau auch immer – eine Verlangsamung des amerikanischen Wachstumstempos erkennbar ist. Schon jetzt ist der langfristige Realzins in Europa mit 4 % ebenso hoch wie in den USA, die Wachstumsdynamik aber ist nur halb so groß. Insofern ist das Potential für einen konjunkturellen Rückschlag in Europa viel höher als jenseits des Atlantik. Begegnet Europa dem amerikanischen Versuch, die eigene Wirtschaft zu bremsen, nicht mit konsequent expansiver Geldpolitik, wird es, wie schon 1995, in den Sog der amerikanischen Restriktion gezogen. Für Europa werden die Folgen dann wiederum weit gravierender als für die USA sein, weil hier der gleiche Zinsanstieg wegen der geringeren Wachstumsdynamik größere negative Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit haben muß.

In Deutschland hat der langfristige Realzins, berechnet mit der Kerninflationsrate, in diesem Herbst mit 5 % exakt das Niveau, das auch Ende 1994 den Abschwung einleitete. Nimmt man auch hier hinzu, daß die Wachstumsdynamik 1999 weit geringer als 1994 war, kann von einer Anregung durch niedrige Zinsen nicht die Rede sein. Das Gegenteil ist viel plausibler: Die Zinssätze werden die binnenwirtschaftliche Dynamik weiter bremsen. In den Ländern Europas, in denen die Preissteigerungsraten höher und die Wachstumsraten wesentlich größer als in Deutschland sind, gilt das bei einem einheitlichen Zinsniveau in der EWU nicht in gleicher Weise. Dazu zählen insbesondere Irland, Spanien und die Niederlande, aber auch Frankreich sind in einer besseren Ausgangsposition.

Das zeigt die Logik eines gesamtwirtschaftlichen Unterbietungswettbewerbs bei den Löhnen in einer Währungsunion in aller Klarheit: Weil Deutschland sich in den Jahren 1996 bis 1998 mit Hilfe weit unterhalb des Produktivitätsfortschritts liegender Zuwächse der realen Arbeitskosten Wettbewerbsvorteile verschafft hat, war es binnenwirtschaftlich durchgängig im Nachteil. Die deutschen Unternehmen hatten am Anfang dieses Prozesses zwar auch im Inland Kostenvorteile, aber weniger Konsumnachfrage wegen niedrigerer Reallöhne. Inzwischen mußten sie die Kostenvorteile weitgehend in den Preisen weitergeben. Nun haben sie eine Erholung der Nachfrage, aber hohe Realzinsen. Das Phänomen, das viele Beobachter in den vergangenen Jahren verblüfft hat, daß nämlich die gute Exportkonjunktur nicht auf die Binnennachfrage überspringt, läßt sich auf diese Weise systematisch erklären.

Die Rückkehr der Lohnpolitik zu einer produktivitätsorientierten Linie in diesem Jahr war insofern eine angemessene Antwort auf die vorangegangene Fehlentwicklung. Es ist allerdings zu befürchten, daß unter dem Druck der allgemeinen Spar – und Entsagungsphilosophie mit der Lohnrunde des kommenden Jahres das Unterbietungsexperiment fortgesetzt und damit der monetäre Restriktionsdruck wieder verstärkt wird. Was offenbar noch nicht verstanden wird: In der Europäischen Währungsunion sind die Wirkungsketten, die – lehrbuchmäßig – von lohnpolitischen Manövern ausgehen, ganz andere als in einem System flexibler Wechselkurse. Aus relativen Lohn – und

Preissenkungen kann man bei flexiblen Kursen und einer reinen Geldmengenpolitik der Notenbank binnenwirtschaftliche Anregungen über eine Ausweitung der realen Geldmenge und daraus folgenden Zinssenkungen ableiten, aber keinerlei außenwirtschaftliche Impulse. In einer Währungsunion mit einer Zinsstrategie der Notenbank sind dagegen außenwirtschaftliche Erfolge zu erwarten, die binnenwirtschaftlichen Effekte aber sind durchgängig negativ.

Ihre gute Wettbewerbsposition innerhalb Europas und die ausgeprägte Schwäche des Euro haben der deutschen Wirtschaft seit Beginn dieses Jahres erneut einen außerordentlichen Exportboom beschert. Die D-Mark ist inzwischen gemessen an den Kaufkraftparitäten und im historischen Vergleich massiv unterbewertet. Das gilt gleichermaßen für den Euro. Diese Unterbewertung ist mit Abstand der wichtigste Stimulus für die europäische Wirtschaft. Vor dem Hintergrund der infolge des Wachstumsrückstands zu den USA schon jetzt bestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ist dies aber nicht tragfähig. Mit dem Ende des Booms in den USA wird die Überbewertung des US-\$ von den Märkten nicht mehr begründet und von der amerikanischen Politik nicht mehr toleriert werden können. Spätestens dann muß Europa auf eigenen Beinen stehen.

Wer auf Unterbewertung setzt, geht auf dünnem Eis. Koppelt sich Europa bei den kurzfristigen Zinsen nicht von den USA ab, sondern, wie zuletzt, sogar an, ist eine Abschwächung schon im Verlauf von 2000 nur zu vermeiden, wenn sich die Abwertung des Euro fortsetzt oder die privaten Haushalte ihre Ersparnisse plündern. Hinzu kommt, daß Y2K das Wachstum 99 begünstigt hat, 00 aber belasten wird. Sicher ist, daß der Abschwung in Europa viel zu früh für die Investitionen und den Arbeitsmarkt kommen wird. Wer aber die Chancen jeden Aufschwungs leichtfertig verspielt, kann kein Wachstum gewinnen. Die USA haben die 90er Jahre dominiert, weil sie den Aufschwung behutsam und auf Sicht mit der Geldpolitik gesteuert haben. Weil die Investitionen und die Nachfrage Hand in Hand expandierten, ist Wachstum weit jenseits aller Vorhersagen über „Wachstumspotentiale,, möglich geworden.

Besonders fatal wird ein konjunktureller Rückschlag für Deutschland sein, wo die Binnennachfrage nicht zuletzt in der Bauwirtschaft noch immer vor sich hin kümmernd und die Prognosen überwiegend von Hoffnung und einem weiteren Abbau der Sparquote leben. Helfen könnte da nur noch eine mutige Finanzpolitik, die der Binnennachfrage und damit der Investitionstätigkeit die Impulse vermittelt, die ihr von der Geldpolitik wohl versagt bleiben. Doch Sparen ist angesagt und damit das Gegenteil von Investieren. Sparen in der Gesamtwirtschaft gibt es nur, wenn in Sachkapital investiert wird. Unternehmen investieren, wenn sie gute Gewinne erwarten. Gute Gewinne kommen von guten Umsätzen bei stabilen Kosten und Preisen. Wer wie der gute Hausvater mit Hilfe des engeren Gürtels spart, befördert weder das Geschäft des Investierens noch das des Sparens in einem ernst zu nehmenden Sinne.

### Zins-Wachstums-Relation

