

Stephan Schulmeister

# Die »ausgeblendeten« Ursachen der deutschen Wirtschaftskrise

Die Entwicklung seit 1991 in den USA, in Deutschland  
und in der übrigen Eurozone\*

Günther Chaloupek et al. (Hrsg.), *SISYPHUS ALS OPTIMIST*,  
In Memoriam Egon Matzner, VSA-Verlag, Hamburg, 2005.

Die wirtschaftliche Entwicklung in den USA und in der Eurozone folgte seit 2000 einem markant unterschiedlichen Pfad. In den USA »kippte« das Wachstum 2001 in eine relativ kurze Rezession, von der sich die Wirtschaft rasch wieder erholte. In der Eurozone ging das Wachstum bis 2003 zurück und nahm 2004 nur geringfügig zu. Am schlechtesten entwickelte sich die größte Volkswirtschaft in Europa: Deutschland befindet sich bereits seit vier Jahren in einer Stagnation. Die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung fiel bereits seit Anfang der 1990er Jahre unterschiedlich aus: Erstmals in der Nachkriegszeit konnten die USA ein deutlich höheres Wachstum realisieren als die Länder der (späteren) Eurozone, Deutschland wurde zum »Nachzügler«.

Der (neoliberale) Zeitgeist diagnostiziert zwei Hauptursachen für die Wachstumsschwäche der Wirtschaft in den EU-Ländern:

- Die hohen Lohn(neben)kosten, welche eine Folge zu großzügiger Leistungen des Sozialstaats sind, insbesondere im Bereich der Arbeitslosen- und Pensionsversicherung.
- Die vielfältigen Eingriffe in Marktprozesse, insbesondere die Regulierungen der Arbeitsmärkte.

Dieser Diagnose wird nicht zuletzt deshalb das größte Gewicht beigemessen, weil sich die (kontinental)europäische Wirtschaftsordnung gerade im Hinblick auf diese beiden Rahmenbedingungen markant von jener der USA unterscheidet.

---

\* Dieser Beitrag untersucht die Zusammenhänge zwischen dem derzeit dominanten Finanzkapitalismus (im Gegensatz zum Realkapitalismus der ersten Hälfte der Nachkriegszeit), der wirtschaftswissenschaftlichen Weltanschauung des Neoliberalismus und der (Reform-)Politik am Beispiel der USA, Deutschlands und des übrigen Euroraums. Egon Matzner hat dieses Forschungsprojekt von mir gefördert, und zwar sowohl durch intellektuelle Anregungen als auch durch zwei Forschungsaufenthalte am Wissenschaftszentrum Berlin, die er mir als damaliger Abteilungsdirektor ermöglichte. Ich bin ihm für beides sehr dankbar.

det. Aus dieser Diagnose werden Therapien abgeleitet, welche unter dem Begriff »Reformpolitik« Sozialleistungen kürzen und die Arbeitsmärkte deregulieren.

Die Hegemonie der neoliberalen Weltanschauung bewirkt, dass drei Arten möglicher Ursachen der Wirtschaftskrise »a priori« ausgeblendet bleiben:

- Die Schwankungen von Aktienkursen, Rohstoffpreisen und Wechselkursen, da nach neoliberalen Glauben deregulierte (Finanz)Märkte nicht systematisch falsche Preise bilden können.
- Die Versäumnisse einer »abstinenten« Geld- und Fiskalpolitik, da eine aktiv-antizyklische Wirtschaftspolitik das freie Spiel der Marktkräfte störe und so auch die makroökonomische Performance verschlechtere.
- Die Effekte einer restriktiven Sozialpolitik auf Einkommensverteilung und Vertrauen der Haushalte und damit auf ihre Konsumnachfrage.

Der vorliegende Beitrag dokumentiert, dass gerade diese drei »ausgeblendeten« Faktoren nicht nur wesentlich zur Stagnation in der Eurozone, insbesondere in Deutschland, seit 2000 beigetragen haben, sondern auch die Wachstumsdifferenzen gegenüber den USA seit Anfang der 1990er Jahre in hohem Maß erklären können. Damit erweisen sich die neoliberalen Diagnosen und Therapien als essentielle Elemente der Krise selbst und nicht ihrer Überwindung (siehe dazu in allgemeinem Kontext Schulmeister, 2004).

## Die Auslöser der Wachstumsabschwächung im Jahr 2000

Drei Faktoren haben das Wirtschaftswachstum sowohl in den USA als auch in der EU im Jahr 2000 abrupt gedämpft:

- Die Verdreifachung des Erdölpreises zwischen Februar 1999 und März 2000.
- Die zunehmend restriktive Zinspolitik in den Jahren 1999 und 2000.
- Der Verfall der Aktienkurse seit März 2000.

Diese Entwicklungen wären auf folgende Weise miteinander verknüpft: Die Verteuerung von Erdöl seit Ende 1998 verursachte eine merkliche Beschleunigung des Preisauftriebs in den Industrieländern. In den USA stieg der Preisauftrieb bis zum Frühjahr 2000 auf nahezu 4%. Um einer weiteren Inflationsbeschleunigung vorzubeugen und die »asset price inflation« auf den Aktienmärkten zu brechen, erhöhte die US-Notenbank den Leitzins zwischen Juni 1999 und Mai 2000 von 4,75% auf 6,5%.

Obwohl die Konjunktur in der Eurozone viel weniger angespannt war als in den USA, erhöhte auch die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen,

und zwar stärker als die US-Notenbank: Zwischen Oktober 1999 und Oktober 2000 stieg der Hauptrefinanzierungssatz der EZB von 2,5% auf 4,75%.

Die Zinssteigerungen in den USA und in der Eurozone dämpften gemeinsam mit der Verdreifachung des Erdölpreises die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und waren der wichtigste Auslöser für den im März 2000 einsetzenden Verfall der Aktienkurse.<sup>1</sup> Ausmaß und Dauer der Kursverluste waren so groß, dass sie den vermutlich wichtigsten Einzelgrund für die dreijährige Wachstumsschwäche seit 2000 darstellen: Zwischen März 2000 und März 2003 verlor in den USA der S&P500-Index um 43,4% an Wert, in Deutschland gingen die Kurse noch stärker zurück, DAX und CDAX sanken um nahezu 70%.

Im Folgenden soll der empirische Zusammenhang zwischen Aktienkursen und der Investitions- und Konsumnachfrage rekapituliert und geprüft werden, auf welche (unterschiedliche) Weise die Entwicklung der Aktienkurse die Wachstumsdynamik in den USA und Deutschland beeinflusste (für eine detaillierte Darstellung siehe Schulmeister, 2003).

## Aktienkursinstabilität, Investitionen und Konsum

In den 1990er Jahren stiegen die Aktienkurse stärker als je zuvor in der Nachkriegszeit. Dies gilt insbesondere für die beiden größten Volkswirtschaften: In den USA wuchs der S&P 500 zwischen 1991 und 1999 um 17,7% pro Jahr, in Deutschland stiegen die Aktienkurse (CDAX) im gleichen Zeitraum um durchschnittlich 14,8% (Jahresendstände).

Gleichzeitig nahm die Diskrepanz zwischen dem Wert des »non-financial corporate business« zu laufenden Aktienkursen (Marktkapitalisierung) und dem Wert seines Realkapitalstocks bzw. seinem Netto-Gesamtwert (= reale Vermögenswerte minus Netto-Finanzverbindlichkeiten) dramatisch zu.<sup>2</sup> Ende 1999

<sup>1</sup> Ökonometrische Evidenz über die Bedeutung des Ölpreisanstiegs, der Inflationsbeschleunigung und der Zinspolitik für die Wachstumsabschwächung seit 2000 findet sich in Peersman, 2003 (der Verfall der Aktienkurse als möglicher Dämpfungsfaktor wird in dieser Studie nicht berücksichtigt).

<sup>2</sup> Um das Ausmaß des »overshooting« der Aktienkurse abschätzen zu können, muss ihre Entwicklung mit jener ihres fundamentalen Gleichgewichts verglichen werden; dieses ergibt sich als Gegenwartswert aller für die Zukunft erwarteten Dividenden. Da die Erwartungen über die langfristige Entwicklung der Gewinne der Aktiengesellschaften und über den Zinssatz als Diskontierungsfaktor nicht messbar sind, wird im folgenden als Proxy für den Fundamentalwert der Aktiengesellschaften ihr Netto-Gesamtwert herangezogen, also die Differenz zwischen ihrem Realkapital (zu laufenden Wiederbeschaf-

war das Niveau der Aktienkurse in den USA und Deutschland um etwas mehr als 80% überbewertet (in diesem Ausmaß übertraf die Marktkapitalisierung den Netto-Gesamtwert der Unternehmen).

Der Aktienboom trug gemeinsam mit der Expansion von Finanzinnovationen dazu bei, dass sich die Anreize von Real- zu Finanzinvestitionen verschoben haben (dies ist ein generelles Merkmal des Finanzkapitalismus im Gegensatz zum Realkapitalismus – Schulmeister, 2004). Dies gilt insbesondere für die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland: Der Wert der von ihnen gehaltenen Aktien, Investmentzertifikate und sonstigen Beteiligungen nahm zwischen 1991 und 1999 von 29,5% auf 120,1% der Netto-Wertschöpfung zu. Die steigende Nachfrage von Unternehmen (insbesondere in Deutschland) sowie von Haushalten und Pensionsfonds (insbesondere in den USA) nach Aktien sowie die zunehmende Bedeutung spekulativer Transaktionen führten dazu, dass die Aktienkurse nach einer Phase ausgeprägter Unterbewertung so stark stiegen, dass sie ab Mitte der 1990er Jahre in wachsendem Ausmaß überbewertet wurden.

In Deutschland wurde die Finanzveranlagung der Unternehmen in hohem Maß auf Kosten von Realinvestitionen getätigt, und zwar nicht nur wegen der attraktiven Gewinnchancen infolge des anhaltenden Aktienbooms, sondern auch wegen der ungünstigen Bedingungen für die Realakkumulation:

- Der Geldmarkt- und Kreditzins waren – relativ zur Wachstumsrate – in Deutschland viel höher als in den USA und in den übrigen Ländern der (späteren) Eurozone (Abbildung 1).
- Der Wechselkurs der DM war in den 1990er Jahren in (noch) höherem Ausmaß überbewertet als jener des ECU bzw. Euro (Abbildung 4).
- Die restriktive Fiskalpolitik, insbesondere der Rückgang der öffentlichen Investitionen (Abbildung 1), dämpfte die Gewinnaussichten für unternehmerische Realinvestitionen.

In den USA förderten hingegen unter der Wachstumsrate liegende Geldmarktzinsen (Abbildung 1), ein permanent unterbewerteter Wechselkurs des Dollar (Abbildung 4) und eine expansive Fiskalpolitik die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Der Kursanstieg der Aktien als Veranlagungsalternative dürfte deshalb in den USA die unternehmerische Investitionsdynamik nicht nennenswert beeinträchtigt haben.

---

funkspreisen) und ihren Netto-Finanzverbindlichkeiten (zur Berechnung siehe Schulmeister, 2003).

In den USA wurden Gewinnerwartungen und Investitionsbereitschaft der Unternehmen in den 1990er Jahren auch durch das anhaltend hohe Wachstum des privaten Konsums gestärkt, das wiederum vom Aktienboom stimuliert wurde.<sup>3</sup> In Deutschland wie in den meisten Ländern der Eurozone hat der Aktienbesitz der privaten Haushalte wenig Bedeutung, dementsprechend hat der Aktienboom die Konsumnachfrage in diesen Ländern nicht nennenswert stimuliert. Betrachtet man die Periode boomender Aktienkurse in ihrer Gesamtheit (1982 bis 1999), so zeigen sich folgende Entwicklungstendenzen:

- Sowohl in den USA als auch in Deutschland haben die Unternehmen ihr Finanzvermögen viel stärker erhöht als ihr Realkapital.
- Aktienkurse und Marktkapitalisierung der Unternehmen sind in beiden Ländern viel rascher gewachsen als ihr Netto-Gesamtwert.
- Dementsprechend wurde die Anfang der 1980er Jahre ausgeprägte Unterbewertung der Aktienkurse immer kleiner, ab Mitte der 1990er Jahre wurden die Unternehmen an der Börse zunehmend überbewertet.

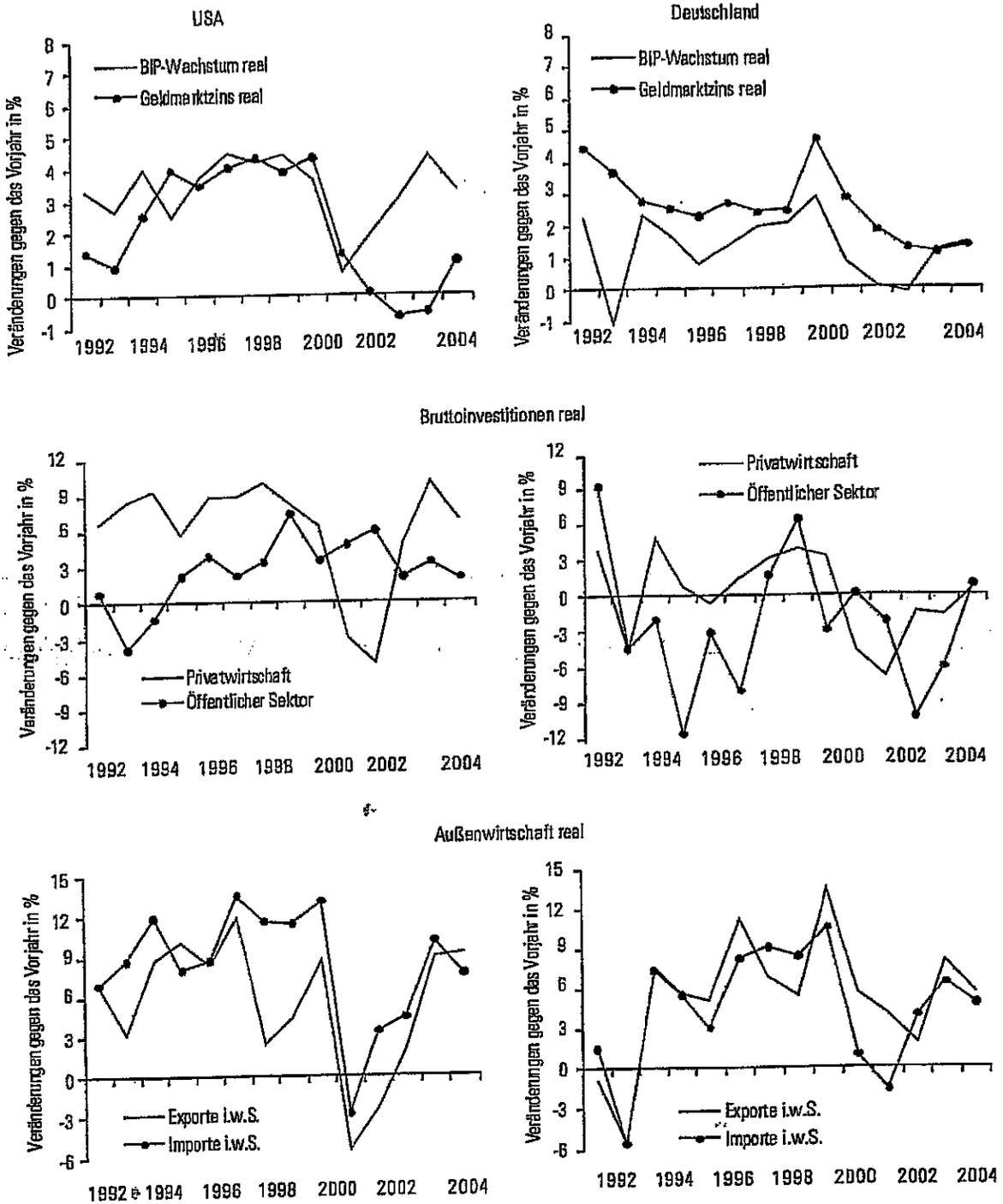
Umgekehrt entwickelte sich die Relation zwischen Aktienkursen und Vermögensbildung der Unternehmen zwischen 1960 und 1972, in der feste Wechselkurse, stabile Rohstoffpreise und unter der Wachstumsrate liegende Zinssätze das Gewinnstreben auf die Realkapitalbildung fokussierten («Realkapitalismus»). In dieser Phase sind die Aktienkurse kaum gestiegen, gleichzeitig expandierte das Realkapital der Unternehmen viel stärker als ihr Finanzkapital, der reale Vermögenswert der Aktiengesellschaften übertraf in wachsendem Ausmaß ihren Börsenwert.

So wie die Entwicklung der Aktienkurse Anfang der 1980er Jahre von einem »Overshooting« nach unten in ein »Overshooting« nach oben drehte, so kippte der »bull market« im Frühjahr 2000 in einen »bear market«, der bis zum März 2003 anhielt. Der Rückgang der Aktienkurse seit dem Frühjahr 2000 verschlechterte die Finanzlage der Unternehmen in Deutschland aus mehreren Gründen in höherem Maße als in den USA:

- Die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland hatten in den 1990er Jahren wesentlich mehr Aktien anderer Unternehmen erworben als in den USA.

<sup>3</sup> Die meisten Studien schätzen, dass in den USA ein Anstieg des Aktienvermögens der Haushalte von einem Dollar ihren Konsum um ungefähr 5 Cents steigert (siehe dazu Bertaut, 2002; IMF, 2002, Chapter II). Die Effekte von Änderungen des Immobilienvermögens («housing wealth») auf den Konsum werden deutlich höher eingeschätzt (siehe dazu auch Case-Quigley-Shiller, 2001).

Abbildung 1: Wirtschaftsentwicklung in den USA und in Deutschland



Quelle: OECD.

- Die Aktienkurse sind in Deutschland viel stärker gefallen als in den USA.
- Die Fed hat die Leitzinsen rascher und deutlicher gesenkt als die EZB.
- Die deutschen Geschäftsbanken haben die Reduktion ihrer Refinanzierungskosten nicht in vollem Maß an ihre Schuldner weitergegeben.

Diese Faktoren trugen dazu bei, dass die realen Brutto-Investitionen des Unternehmenssektors seit 2000 in den USA schwächer gesunken sind als in Deutschland, obwohl die (Über)Investitionsdynamik in den vorangegangenen Jahren in den USA viel stärker gewesen war.

## Die Rolle der Geld- und Fiskalpolitik

Seit Anfang der 1990er Jahre unterscheiden sich die geld- und fiskalpolitischen Strategien in den USA, in Deutschland und in der übrigen Eurozone erheblich. In den USA verlor die neoliberal-monetaristische Doktrin immer mehr an Einfluss. Dies zeigt sich insbesondere an der Ablehnung jeglicher Regelbindung der Geld- und Fiskalpolitik, diese wird vielmehr extrem antizyklisch und damit (»bastard«-)keynesianisch gestaltet. Die EU übernahm umgekehrt das Konzept einer Regelbindung der Politik gerade zu dem Zeitpunkt, als diese in den USA verworfen wurde: Ende der 1980er Jahre wurden in Vorbereitung der Währungsunion die Maastricht-Kriterien als Bindung der Fiskalpolitik konzipiert, wenig später das Statut der EZB als Bindung der Geldpolitik.

Im Folgenden wird geprüft, in welcher Weise die unterschiedliche Geld- und Fiskalpolitik die gesamtwirtschaftliche Performance in den USA, Deutschland und der übrigen Eurozone beeinflusst haben. Die Untersuchung erfolgt zunächst für die Phase seit 2000 und dann für jene seit Anfang der 1990er Jahre.

## Keynesianische Geld- und Fiskalpolitik in den USA

In den USA reagierte die Wirtschaftspolitik auf die Wachstumsverlangsamung im Lauf des Jahres 2000 mit einem raschen Wechsel zu einem expansiven Kurs. Die Notenbank senkte die Leitzinsen bis Dezember 2001 von 6,5% auf 1,75%, und bis Mitte 2003 sogar auf 1,0%. Dementsprechend liegt der Geldmarktzins seit Ende 2001 deutlich unter der Wachstumsrate der Gesamtwirtschaft (Abbildung 1). Diese Politik stützte die Konjunktur insbesondere über zwei »Kanäle«:

- Der Rückgang der Kreditzinsen – die Prime Rate sank von 9,0% auf 4,0% – reduzierte die Zinsenlast von Unternehmen und Haushalten, für die überdies die Umschuldung von Hypothekarkrediten zu einer wichtigen Einnahmequelle wurde.
- Das anhaltend niedrige Zinsniveau und die Erwartung einer auch mittelfristig expansiven Geldpolitik förderten die Bereitschaft von Unternehmen und Haushalten, zusätzliche Investitions-, Konsum- und Wohnbaudarlehen aufzunehmen.

Insbesondere die Wohnbauinvestitionen profitierten von der markant antizyklischen Geldpolitik, sie expandierten zwischen 2000 und 2004 um insgesamt 25,6%. Seit dem Frühjahr 2002 bekommen die Investitionen der Unternehmen auch durch die mit der Dollarabwertung verbundenen Exportzuwächse kräftige Impulse (Abbildung 4).

Auch die Fiskalpolitik wurde in den USA seit 2000 stark expansiv, und zwar sowohl hinsichtlich der Staatsausgaben als auch der Steuereinnahmen. Mit dem »Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001« wurden die Grenzsteuersätze gesenkt und steuerliche Vergünstigungen ausgeweitet. Diese Maßnahmen senkten die Steuerbelastung der privaten Haushalte in den USA zwischen 2000 und 2002 um 2,6 Prozentpunkte des BIP bzw. 3,8 Prozentpunkte ihres verfügbaren Einkommens (Abbildung 3).

Die Unternehmen wurden hingegen nicht durch Steuersenkungen gefördert, sondern durch öffentliche Aufträge: Zwischen 2000 und 2004 expandierten die öffentlichen Brutto-Investitionen in den USA real um 17,3% (Abbildung 1). Im gleichen Zeitraum nahm der öffentliche Konsum in den USA real um 12,4% zu (Abbildung 2). In beiden Fällen stiegen die Militärausgaben überdurchschnittlich, allerdings entfallen auf sie »nur« etwa 20% der gesamten öffentlichen Investitions- und Konsumausgaben (zur Expansion der Staatsnachfrage haben daher die »Zivilausgaben« am meisten beigetragen).

Insgesamt weiteten die öffentlichen Haushalte ihre reale Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen zwischen 2000 und 2004 um 13,2% aus. Dies stabilisierte gemeinsam mit der markanten Zinssenkung und der im Frühjahr 2002 einsetzenden Dollarabwertung die Auftrags- und Finanzlage der Unternehmen und trug so dazu bei, dass sich deren Brutto-Investitionen seit 2003 wieder erholten (Abbildung 1).

Die Expansion der Konsumnachfrage des Staates zeigt sich auch an der Entwicklung der öffentlich Beschäftigten (auf sie entfallen in den USA etwa 16% aller unselbständig Beschäftigten): Ihre Zahl stieg zwischen 2000 und 2004 um 3,9%, dies milderte den markanten Rückgang im privaten Sektor (Abbildung 2).

Die sinkende Belastung der privaten Haushalte mit Zinszahlungen und Steuern als Folge der expansiven Geld- und Fiskalpolitik sowie die positiven Vermögenseffekte weiterhin steigender Immobilienpreise (gefördert durch die Zinssenkungen) waren die wichtigsten Gründe, warum der private Konsum trotz Rezession, steigender Arbeitslosigkeit und erhöhter Unsicherheit als Folge der Anschläge vom 11. September 2001 zwischen 2000 und 2004 um 13,1% expandierte und damit rascher als das verfügbare Realeinkommen (+10,7%). Zu dieser Einkommenssteigerung trug auch ein Anstieg staatlicher Transferzahlungen um 30,7% wesentlich bei.<sup>4</sup>

Der antizyklische Charakter der Geld- und Fiskalpolitik in den USA zeigt sich nicht nur am Ausmaß der Zinssenkungen bzw. der Veränderung des Budgetsaldos, sondern auch daran, dass die Budgetdefizite durch gezielte Maßnahmen der Nachfragestimulierung herbeigeführt, also nicht nur durch die automatischen Stabilisatoren »erlitten« wurden (Abbildung 3).

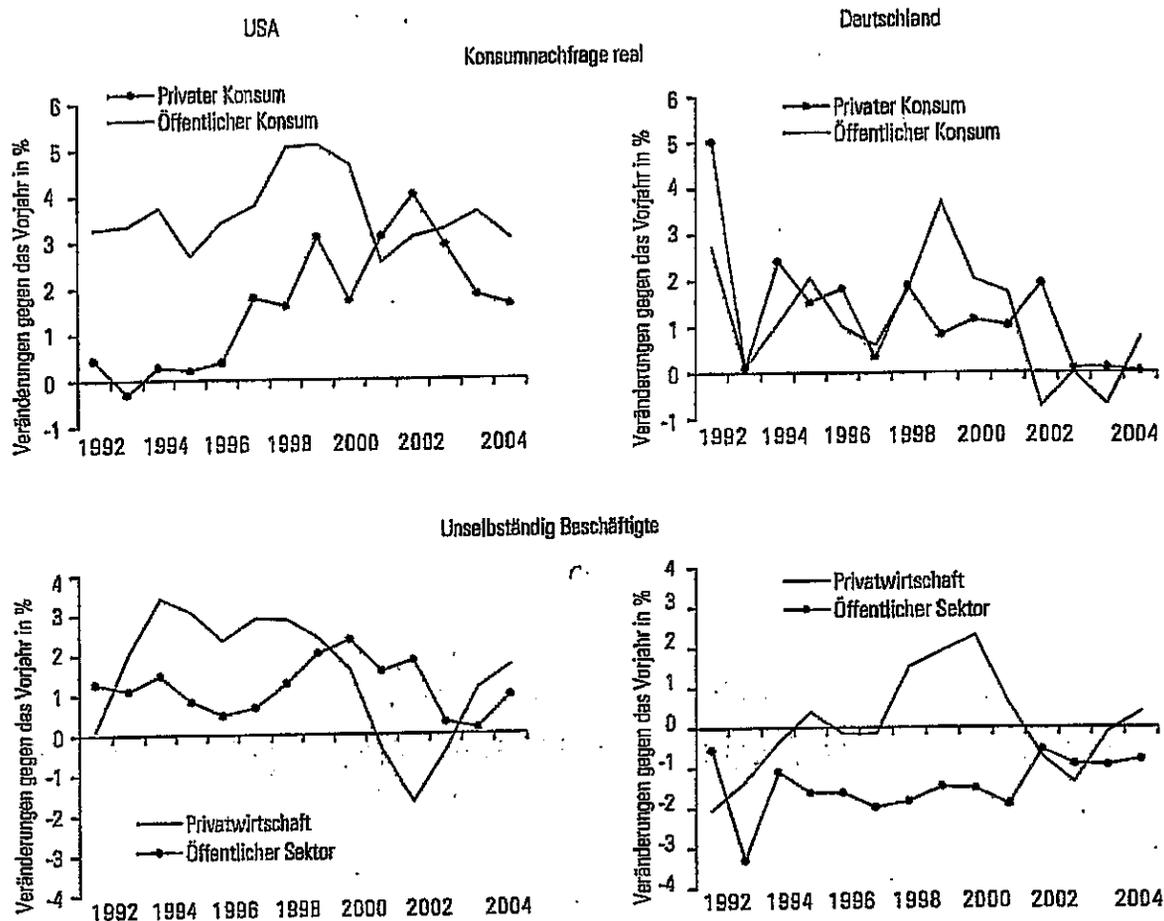
### Wirtschaftspolitische Ursachen der Stagnation in Deutschland

Die EZB begann erst im Mai 2001 den Euro-Leitzins zu senken, überdies wurde dieser bis November 2001 lediglich um 1,5 Prozentpunkte auf 3,25% reduziert; erst ab Dezember 2002 folgten weitere Zinssenkungen, seit Juni 2003 liegt der Euro-Leitzins bei 2,0%. Die im Vergleich zur US-Notenbank mäßige Lockerung der Geldpolitik durch die EZB reichte aus zwei Gründen nicht aus, das Abgleiten der deutschen Wirtschaft in eine Stagnation zu verhindern:

- Wirtschaftswachstum und Inflation in Deutschland waren schon seit Mitte der neunziger Jahre merklich niedriger als in der Eurozone; deshalb mussten Zinssenkungen, welche für den gesamten Euroraum angemessen gewesen wären, für Deutschland unzureichend sein. Dementsprechend lag der reale Geldmarktzins in Deutschland zwischen 2000 und 2003 um 1,7% über der Wachstumsrate, in der übrigen Eurozone aber um 1,1% darunter (Abbildung 1).
- Die deutschen Geschäftsbanken gaben die Senkung der EZB-Leitzinsen nur teilweise an ihre Kreditnehmer weiter. Während die Leitzinsen zwischen

<sup>4</sup> Der größte Teil des Zuwachses entfiel auf Pensionszahlungen und Arbeitslosenunterstützungen. Letztere stiegen nicht nur wegen der höheren Arbeitslosigkeit, sondern auch deshalb, weil die Bezugsdauer der Unterstützungszahlungen im Dezember 2002 von 26 auf 39 Wochen ausgeweitet wurde.

Abbildung 2: Konsum und Beschäftigung in den USA und in Deutschland



Quelle: OECD.

Anfang 2001 und Mitte 2003 um 2,75 Prozentpunkte sanken, gingen die Zinsen für Unternehmens- und Wohnbaukredite nur um etwa 1½ Prozentpunkte zurück, die Zinsen für Konsumentenkredite blieben nahezu konstant. Von dieser Entwicklung waren die zinsreagiblen Investitionen in den Wohnbau besonders betroffen, sie sanken in Deutschland zwischen 2000 und 2004 real um 16,5%. Dieser Rückgang hätte durch ein Sinken der Hypothekarzinsen wie etwa in den USA spürbar gemildert werden können.

Die Fiskalpolitik in Deutschland war im Hinblick auf die Konjunkturerwicklung seit 2000 widersprüchlich. Einerseits wurden die Staatseinnahmen durch die Steuerreform 2001 gesenkt, andererseits wurde die Nachfrage des Staates bei den Investitionen und der Beschäftigung (weiter) reduziert.

Im Gegensatz zu den USA kam die Steuerreform in Deutschland überwiegend den Unternehmen zugute (Abbildung 3): Der Anteil der von ihnen erbrachten direkten Steuern an den gesamten Staatseinnahmen sank von 3,7%

(2000) auf 1,3% (2002). Angesichts der stagnierenden Konsumnachfrage, sinkender öffentlicher Aufträge und der relativ zur (erwarteten) Wachstumsrate hohen Realzinsen konnte die drastische Steuerentlastung der Unternehmen ihre Investitionsnachfrage nicht stimulieren: Sie sank zwischen 2000 und 2004 um 12,4%.

Da ein Teil der direkten Unternehmenssteuern den Ländern und Gemeinden zufließt, hat die Steuersenkung den Rückgang der öffentlichen Investitionen verstärkt: Sie gingen zwischen 2000 und 2004 um 17,3% zurück (Abbildung 1). Gleichzeitig nahm auch der öffentliche Konsum nur schwach zu (+3,2%). Insgesamt hat somit die reale Gesamtnachfrage des Staates zwischen 2000 und 2004 nahezu stagniert (+1,3%) und damit dem Rückgang der privaten Nachfrage nicht gegengesteuert. Die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst sank in Deutschland zwischen 2000 und 2004 um 4,3%. Dies trug zum Anstieg der Arbeitslosigkeit bei, da gleichzeitig auch die Beschäftigung im privaten Sektor schrumpfte (Abbildung 2).

Unter diesen Bedingungen verschlechterte sich das Vertrauen der privaten Haushalte in die Wirtschaftsentwicklung, gleichzeitig nahm ihr verfügbares Realeinkommen zwischen 2000 und 2004 kaum zu (+1,7%); dementsprechend hat der private Konsum in Deutschland seit 2000 stagniert (+0,3% – Abbildung 1).

Seit dem Frühjahr 2002 hat sich überdies die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft durch die starke Aufwertung des Euro verschlechtert (Abbildung 4). Dies dämpfte die Zunahme des Exportwachstums im Zuge der Erholung der internationalen Konjunktur (Abbildung 4).

Obwohl die Fiskalpolitik in Deutschland auf eine aktiv-antizyklische Ausweitung der Nachfrage des Staates verzichtete, drehte sich der Budgetsaldo (in % des BIP) zwischen 2000 und 2004 von einem Überschuss von 1,3% in ein Defizit von 3,9% – annähernd gleich stark wie in den USA (Abbildung 3). Allerdings wurde dieses Defizit in Deutschland »erlitten«, in den USA aber durch ein gezieltes »deficit spending« herbeigeführt. Dementsprechend unterschiedlich waren die Impulse für die Konjunktur.

## **Mäßig aktive Konjunkturpolitik in der Eurozone seit 2000**

In der Eurozone (im Folgenden immer ohne Deutschland) hat die Wirtschaftspolitik die Wachstumsabschwächung zwar nicht so massiv bekämpft wie in den USA, gab aber – im Gegensatz zur Fiskalpolitik in Deutschland – antizyklische Impulse:

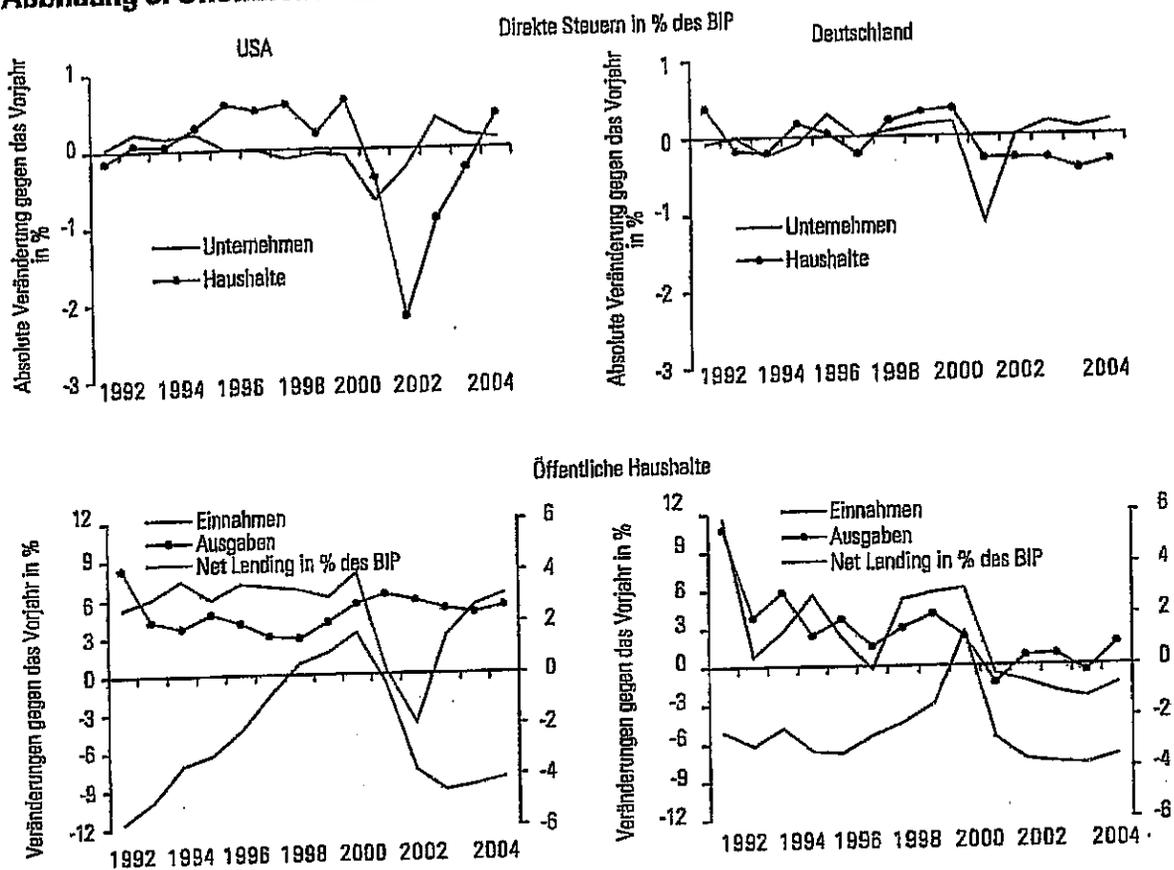
- Die öffentlichen Investitionen wurden in der Eurozone zwischen 2000 und 2004 real um 11,2% ausgeweitet (USA: +17,3%, Deutschland: -17,3%).
- Der öffentliche Konsum expandierte im gleichen Zeitraum in der Eurozone um 11,4%, in den USA um 12,4%, in Deutschland hingegen nur um 3,2%.
- Die Beschäftigung im öffentlichen Dienst wurde in der Eurozone um 4,8% erhöht, in Deutschland hingegen um 4,3% reduziert (USA: +3,9%).
- Die Staatsausgaben und -einnahmen nahmen in der Eurozone 2000/2004 um 20,0% bzw. 15,2% zu, in Deutschland stiegen hingegen die Ausgaben des Staates nur um 6,5%, seine Einnahmen sanken um 0,4% (USA: +23,6% bzw. +4,6%).
- Die Transferzahlungen des Staates an die privaten Haushalte stiegen in Deutschland nur um 10,6%, in der Eurozone hingegen um 22,5% (USA: +30,7%), obwohl die Zahl der Arbeitslosen in Deutschland viel stärker zugenommen hatte (+27,6%) als in der Eurozone (+1,5%).

Auch die Lohnpolitik hat die Konsumnachfrage in der Eurozone gestützt: Zwischen 2000 und 2004 stiegen die Nominallöhne pro Kopf um 12,3% (USA: 14,9%), in Deutschland hingegen nur um 5,8%. Die verfügbaren Realeinkommen der Haushalte wuchsen in der Eurozone um 7,3%, in Deutschland aber nur um 1,7% (in den USA nahmen sie als Folge der Steuersenkung und zusätzlicher Transferzahlungen des Staates sogar um 10,7% zu). Dementsprechend ist auch der private Konsum in der Eurozone 2000/2004 viel stärker gewachsen (+7,3%) als in Deutschland (+0,3%), aber deutlich schwächer als in den USA (+13,1%).

Die Ausweitung der Nachfrage der öffentlichen und privaten Haushalte trug wesentlich dazu bei, dass die realen Investitionen der Unternehmen in der Eurozone zwischen 2000 und 2004 annähernd konstant (+2,6%) blieben, während sie in Deutschland um 12,4% sanken. Die Wohnbauinvestitionen nahmen in der Eurozone um 9,0% zu, in Deutschland aber dramatisch ab (-16,5%). Dafür war auch das im Vergleich zu Deutschland um etwa eineinhalb Prozentpunkte niedrigere Niveau der realen Geldmarktzinsen mitbestimmend, eine Folge der im gleichen Ausmaß höheren Inflation in der Eurozone (nicht zuletzt bedingt durch stärkere Lohnsteigerungen).

Das Zusammenwirken dieser Faktoren führte dazu, dass das reale BIP in Deutschland zwischen 2000 und 2004 stagnierte (+2,0%), während es in der übrigen Eurozone um 6,4% stieg. Dazu hat die unterschiedliche Entwicklung der öffentlichen Nachfrage wesentlich beigetragen. Dennoch hat sich der Budgetsaldo in der Eurozone zwischen 2000 und 2004 nur um 2,0 Prozentpunkte des BIP verschlechtert, in Deutschland hingegen um 5,2 Prozentpunkte. Dies

Abbildung 3: Öffentliche Finanzen in den USA und in Deutschland



Quelle: OECD.

ist nicht nur Folge der Wachstumsdifferenz, sondern auch einer unterschiedlichen Steuerpolitik: Während in Deutschland die direkten Steuern der Unternehmen (in % der Staatseinnahmen) zwischen 2000 und 2004 als Folge der Steuerreform 2001 von 3,7% auf 2,0% sanken, blieb ihre Steuerquote in der übrigen Eurozone ebenso wie in den USA bei etwa 7% annähernd konstant.

## Geld- und Fiskalpolitik seit Anfang der 1990er Jahre

Die wichtigsten Unterschiede in der makroökonomischen Politik zwischen den USA, der Eurozone und Deutschland zeigten sich bereits in den 90er Jahren (Übersicht 1):

Seit dem Kurswechsel der Geldpolitik in den USA Ende der 80er Jahre mit dem Ziel, auch Wachstum und Beschäftigung zu fördern (siehe dazu Mankiw, 2001), entwickeln sich die Geldmarktzinsen (und damit auch die Bankkreditzinsen) in den USA markant antizyklisch. Insbesondere in Phasen niedrigen

Wirtschaftswachstums wie 1990/93 und 2001/2003 übertraf der Rückgang der Leitzinsen jenen der Wachstumsrate des BIP (Abbildung 1). Dies trug dazu bei, dass der Geldmarktzins in den USA auch mittelfristig unter der Wachstumsrate lag (Übersicht 1).

In den Ländern der (späteren) Eurozone sind hingegen die realen Geldmarktzinsen Anfang der 1990er Jahre drastisch gestiegen, in erster Linie als Folge der Hochzinspolitik der Bundesbank und der damit verbundenen Währungsturbulenzen innerhalb der EU (Schulmeister, 1996). Mittelfristig liegt das Niveau der realen Geldmarktzinsen in der Eurozone (ohne Deutschland) seit 1996 unter der BIP-Wachstumsrate, in Deutschland hingegen permanent darüber (Abbildung 1). Dies ist nicht nur Folge des niedrigeren Wirtschaftswachstums in Deutschland, sondern auch des um eineinhalb Prozentpunkte geringeren Preis-  
auftriebs.

Das anhaltende Inflations- und Wachstumsdifferential zwischen Deutschland und der übrigen Eurozone verweist auf ein Fundamentalproblem bei Gründung einer Währungsunion (siehe dazu Schulmeister, 2000). Haben die Mitgliedsländer ein unterschiedliches Niveau der wirtschaftlichen Entwicklung (gemessen am BIP pro Kopf) und treten die weniger entwickelten Länder mit unterbewerteten und die höher entwickelten Länder mit überbewerteten Konversionskursen der Währungsunion bei, dann wird sich die Wachstumsdynamik aus zwei Gründen zugunsten der weniger entwickelten Länder verlagern. Erstens, wegen des in nunmehr einheitlicher Währung niedrigeren Preisniveaus in diesen Ländern, und zweitens, weil die höheren Inflationsraten in diesen Ländern im Zuge der Anpassung der Preisniveaus gleichzeitig niedrigere Realzinsniveaus bewirken.

Diese Problematik hätte in den höchstentwickelten EWU-Ländern wie Deutschland in den ersten Jahren nach Realisierung der Europäischen Währungsunion einen expansiven Kurs erfordert. Aus dem gleichen Grund wäre es zweckmäßig gewesen, wenn sich die Zinspolitik der EZB in einer solchen Übergangsphase an der (niedrigeren) Inflationsentwicklung in den höchstentwickelten Ländern der EWU orientiert hätte, und nicht am Durchschnitt über alle Länder des Euroraums.

Die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland wurde auch durch den Verzicht auf eine antizyklisch gestaltete und mittelfristig dem BIP-Wachstum angepasste Steigerung der Staatsnachfrage gedämpft, im Gegensatz zur Strategie in den übrigen Ländern des Euroraums und in den USA:

- In der Eurozone (ohne Deutschland) wurden die öffentlichen Investitionen in der wachstumsschwachen Phase 1992/94 zwar gesenkt (lediglich der öf-

**Übersicht 1: Wirtschaftsentwicklung in den USA, in Deutschland und der übrigen Eurozone. Durchschnittliche Wachstumsraten in % 1991/2004**

|  | USA  | Eurozone ohne<br>Deutschland | Deutschland |
|--|------|------------------------------|-------------|
| <i>BIP real</i>                                    | 3.6  | 2.2                          | 1.3         |
| Privater Konsum, real                              | 4.0  | 2.0                          | 1.3         |
| Öffentlicher Konsum, real                          | 1.7  | 2.2                          | 1.5         |
| Bruttoinvestitionen, real                          | 6.0  | 2.2                          | -0.2        |
| Exporte i.w.S., real                               | 5.5  | 5.9                          | 5.7         |
| Importe i.w.S., real                               | 9.1  | 5.4                          | 4.8         |
| <i>Inflation</i>                                   |      |                              |             |
| BIP-Deflator                                       | 2.1  | 2.9                          | 1.8         |
| <i>Einkommen und Konsum der privaten Haushalte</i> |      |                              |             |
| Bruttolohn- und -gehaltsumme                       | 5.6  | 4.9                          | 2.5         |
| Bruttoeinkommen aus Besitz und Unternehmung        | 4.9  | 3.8                          | 3.6         |
| <i>Verfügbares Einkommen</i>                       |      |                              |             |
| Nominell   | 5.6  | 4.6                          | 3.1         |
| Real   | 3.4  | 1.5                          | 1.1         |
| <i>Investitionen</i>                               |      |                              |             |
| Bruttoinvestitionen real                           | 6.0  | 2.2                          | -0.2        |
| Öffentlich   | 2.9  | 1.3                          | -2.9        |
| Privat   | 6.6  | 2.3                          | 0.1         |
| Unternehmen  | 6.7  | 2.4                          | -0.2        |
| Wohnbau  | 6.3  | 2.0                          | 0.7         |
| Geldmarktzins in % <sup>1</sup>                    | 4.2  | 5.0                          | 4.3         |
| <i>BIP, nominell</i>                               | 5.7  | 5.1                          | 3.1         |
| <i>Beschäftigung</i>                               |      |                              |             |
| Insgesamt  | 1.4  | 1.0                          | 0.0         |
| Selbständige                                       | 0.0  | -0.4                         | 1.6         |
| Unselbständige                                     | 1.6  | 1.3                          | -0.2        |
| Privat   | 1.6  | 1.4                          | 0.0         |
| Öffentlich   | 1.3  | 0.9                          | -1.6        |
| Arbeitslose  | -0.5 | 1.1                          | 5.2         |
| Arbeitslosenquote in % <sup>1</sup>                | 5.5  | 10.0                         | 8.1         |
| <i>Staatshaushalt</i>                              |      |                              |             |
| Einnahmen  | 5.3  | 5.2                          | 3.0         |
| Indirekte Steuern                                  | 5.2  | 6.3                          | 3.7         |
| Direkte Steuern                                    | 5.1  | 5.4                          | 2.3         |
| Unternehmen  | 5.7  | 5.1                          | -1.4        |
| Haushalte  | 4.9  | 5.4                          | 2.7         |
| Ausgaben   | 5.2  | 4.8                          | 3.6         |
| Konsum   | 4.9  | 5.4                          | 2.9         |
| Investitionen                                      | 4.7  | 3.6                          | -2.7        |
| Sozialtransfers                                    | 6.4  | 5.3                          | 5.0         |
| Sonstige Transfers                                 | 8.8  | 7.2                          | 2.0         |
| Net Lending in % des BIP <sup>1</sup>              | -2.4 | -3.5                         | -2.6        |

Quelle: OECD. <sup>1</sup> Durchschnittswerte absolut.

fentliche Konsum wirkte leicht antizyklisch), zwischen 2000 und 2004 wurden hingegen sowohl die Investitionen als auch der Konsum des Staates deutlich ausgeweitet.

- In Deutschland hat die Fiskalpolitik der Konjunktur in keiner der beiden Phasen Impulse gegeben (Abbildungen 1 und 2). Dementsprechend ist die Nachfrage des Staates auch mittelfristig in Deutschland schwächer gewachsen als in der übrigen Eurozone (die öffentlichen Investitionen sind in Deutschland sogar um 2,9% pro Jahr geschrumpft – Übersicht 1).
- In den USA wurde die Nachfrage des Staates in steigendem Maß auch als Instrument der Konjunkturstabilisierung eingesetzt: Zwischen 1990 und 1992 und verstärkt zwischen 2000 und 2003 wurden sowohl die Investitionen als auch der Konsum des Staates ausgeweitet (Abbildung 1 und 2). Auch mittelfristig expandierten sowohl der Konsum als auch die Investitionen des Staates (Übersicht 1).

Die Beschäftigungsentwicklung im Öffentlichen Dienst spiegelt die unterschiedliche Rolle des Staates wider: Zwischen 1991 und 2004 nahm die Zahl der öffentlich Beschäftigten in den USA um 1,3% und in der Eurozone um 0,9% pro Jahr zu, in Deutschland sank sie hingegen um durchschnittlich 1,6% pro Jahr (Abbildung 2).

Der expansive Kurs der Staatsnachfrage wurde in der übrigen Eurozone und insbesondere in den USA dadurch erleichtert, dass die Einnahmen des Staates in diesen beiden Regionen zwischen 1991 und 2004 um etwa zweieinhalb Prozentpunkte pro Jahr rascher zunahmen als in Deutschland (Übersicht 1). Dies war primär die Folge des niedrigeren Wirtschaftswachstums und Preisauftriebs in Deutschland.

Auch die Struktur der Steuereinnahmen hat sich in Deutschland anders entwickelt als in der übrigen Eurozone und in den USA: In Deutschland nahmen die indirekten Steuern stärker zu als die direkten Steuern, deren Last sich drastisch von den Unternehmen zu den Haushalten verschob (ohne einen erkennbar positiven Effekt auf die unternehmerischen Investitionen); in den beiden anderen Regionen sind hingegen die Einnahmen des Staates aus indirekten Steuern sowie aus den direkten Steuern von Unternehmen und Haushalten annähernd gleich stark gestiegen (Übersicht 1).

Die Verlagerung der Steuerlast zu den Massensteuern hat gemeinsam mit der Verschiebung der (funktionellen) Einkommensverteilung zulasten der Unselbständigen sowie der hohen und mittelfristig steigenden Arbeitslosigkeit dazu beigetragen, dass der private Konsum in Deutschland schwächer wuchs als in der übrigen Eurozone und in den USA (Übersicht 1). Die Konsumschwäche

dämpfte zusammen mit der stagnierenden Staatsnachfrage, hohen Realzinsen und boomenden Aktienmärkten als Veranlagungsalternative die unternehmerischen Investitionen: Sie sind in Deutschland zwischen 1991 und 2004 um 0,2% pro Jahr gefallen, in der übrigen Eurozone hingegen um durchschnittlich 2,4% gestiegen (Übersicht 1).

Als Folge der Wachstumsschwäche der öffentlichen Nachfrage in Deutschland ist das Gewicht der produktiven Aufwendungen des Staates nunmehr merklich kleiner als im übrigen Euroraum bzw. in den USA. So trugen die öffentlichen Investitionen in Deutschland 2004 nur mehr 8,1% zu den Gesamtinvestitionen bei (übrige Eurozone: 14,6%, USA: 16,6%), der Anteil der öffentlich Beschäftigten an der Gesamtzahl aller Unselbständigen lag bei 11,0% (übrige Eurozone: 17,3%, USA: 15,5%).

Dieser Vergleich makroökonomischer Indikatoren legt zwei Schlussfolgerungen nahe: Erstens, Nachfrage und Produktion des Staates haben sich in Deutschland schon seit Anfang der 1990er Jahre merklich schwächer entwickelt als in den USA und in der übrigen Eurozone (dies ist deshalb bemerkenswert, weil der Sonderaufwand der Wiedervereinigung eine überdurchschnittliche Expansion von Investitionen, Konsum und Transferzahlungen des Staates hätte erwarten lassen). Zweitens, diese Politik des »Mehr privat, weniger Staat« hat gemeinsam mit unzureichenden Lohnsteigerungen (sie waren nahezu permanent niedriger als die Steigerungen der Arbeitsproduktivität) wesentlich zur geringen Dynamik der Binnennachfrage und damit zum niedrigen Wirtschaftswachstum beigetragen. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Verunsicherung der BürgerInnen als Folge der restriktiven Sozialpolitik (»Reformpolitik«).

Diese Entwicklung hat auch die Realkapitalbildung und die Innovationsdynamik in Deutschland im Vergleich zur übrigen Eurozone und insbesondere zu den USA beeinträchtigt, insbesondere über zwei »Kanäle«:

- Erstens dämpft eine längerfristig nur schwach expandierende Binnennachfrage und die daraus resultierende Abhängigkeit von der Exportentwicklung die Bereitschaft der Unternehmen, ihre Investitionen nachhaltig zu steigern. Dies betrifft insbesondere auch jene Investitionen, welche für die Wachstumsdynamik in einer »knowledge-based society« von zentraler Bedeutung sind: Forschung und Entwicklung (F&E), Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) sowie Verbesserungen im Bildungswesen (zur Bedeutung dieser »growth drivers« siehe Aiginger, 2003, 2004).
- Zweitens kommt dem Staat bei der Förderung von Investitionen in künftiges Wachstum eine wichtige Rolle zu, insbesondere im Bereich der Technolo-

gie- und Bildungspolitik. Es ist deshalb kein Zufall, dass die erfolgreichsten EU-Länder wie Dänemark, Schweden und Finnland, gleichzeitig jene waren, welche die Wirtschaftspolitik auf eine Förderung von Forschung, Innovation, der Verbreitung neuer Technologien und auf Verbesserungen im Bildungswesen fokussierten.

Entscheidend für die gute Performance der Gesamtwirtschaft in den skandinavischen Ländern war die Balance zwischen der Förderung der technologischen Innovationsdynamik und dem Bewahren des Wohlfahrtsstaatsmodells. Das Festhalten an diesem bewährten und von den BürgerInnen bejahten Modell (gegen den Strom des neoliberalen Zeitgeists) stärkte das Vertrauen in den sozialen Zusammenhalt der Gesellschaft und damit die Bereitschaft, den technologischen Wandel offensiv anzunehmen. Gleichzeitig förderte das Bekenntnis zum Sozialstaat (quer über die großen Parteien) eine optimistische Grundhaltung gegenüber der Zukunft, welche sich auch im Wachstum der Konsum- und Binnennachfrage ausdrückt.

In Deutschland hat umgekehrt die Verunsicherung durch eine Reformpolitik, welche von immer mehr BürgerInnen als Bedrohung des Sozialstaatsmodells an sich wahrgenommen wurde, wesentlich zu einer pessimistischen Grundhaltung und damit zur Stagnation der Binnennachfrage beigetragen (empirische Evidenz für diese Zusammenhänge dokumentiert Tichy, 2004A und 2004B).

### **Wechselkursentwicklung dämpft die Wachstumsdynamik im Euroraum**

Seit dem Frühjahr 2002 hat der Euro gegenüber dem Dollar etwa 60% an Wert gewonnen. Dies hat die Überbewertung des Euro bzw. die Unterbewertung des Dollar – gemessen an der Kaufkraftparität von Sachgütern – drastisch erhöht.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Die üblicherweise verwendeten Kaufkraftparitäten auf Basis des BIP stellen einen verzerrten Indikator der Preisverhältnisse von »tradables« dar, weil die relativen Preise der nicht oder nur wenig gehandelten Dienstleistungen systematisch von jenen der Sachgüter abweichen (Balassa-Samuelson-Theorem). Dies gilt insbesondere auch für die Kaufkraftparität zwischen Dollar und Euro: So sind in den USA etwa die Dienstleistungen des Bildungs- und Gesundheitswesens (komparativ) viel teurer als in der Eurozone. Im Hinblick auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ist deshalb der Euro gegenüber dem Dollar in wesentlich höherem Ausmaß überbewertet, als es auf Basis der Kaufkraftparität des BIP erscheint. So betrug die Kaufkraftparität des Euro gegenüber dem

Diese Entwicklung wird wie in der Vergangenheit die Exporte der Eurozone dämpfen und jene der USA stimulieren (Abbildung 4). Die Abwertung des Dollar gegenüber dem Euro, aber auch gegenüber dem Yen und den meisten anderen Währungen hat drei Hauptursachen:

- Seit dem Kurswechsel der US-Notenbank zu einer antizyklischen Geldpolitik wird auch der Wechselkurs zur Konjunkturstabilisierung eingesetzt, einerseits als Folge der starken Zinssenkungen in wachstumsschwachen Phasen wie 1989/92 und 2001/03 und andererseits als Folge eines »talking the dollar down« durch Wirtschaftspolitiker in den USA.
- Die Höhe und der Anstieg von Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA drücken auf den Dollarkurs; dies erleichtert es amerikanischen Politikern, ihn weiter »herunterzureden«.
- Da der Euro eine junge Währung darstellt und die Preisstabilität das bei weitem wichtigste Ziel der EZB darstellt, ist letztere eher an einem hohen als an einem niedrigen Wechselkurs des Euro interessiert.

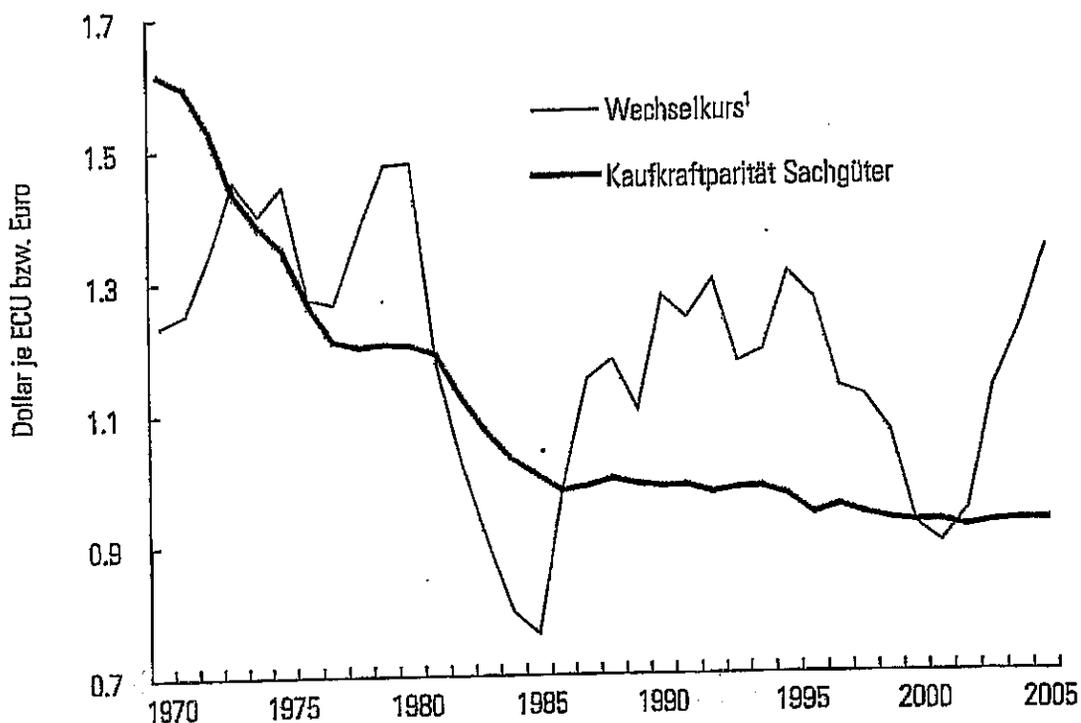
Das Ausmaß der Abwertung des Dollars erklärt sich aus der Dominanz kurzfristig-spekulativer Transaktionen auf den Finanzmärkten (ein weiteres essentielles Element des Finanzkapitalismus – Schulmeister, 2004). Diese bewirkt, dass Aktienkurse, Rohstoffpreise oder Aktienkurse in mehrjährigen »bull markets« bzw. »bear markets« über bzw. unter ihr theoretisches Gleichgewichtsniveau »hinausschießen«.

Die Schwankungen des Dollarkurses – Abwertung in wachstumsschwachen Phasen, Aufwertung bei anhaltender Hochkonjunktur wie 1996/2000 – ließen die Exportmarktanteile der USA zwischen 1985 und 1995 stark steigen und in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre fallen (Abbildung 4). Dies hat zu einer Stabilisierung der US-Konjunktur beigetragen. Darüber hinaus dürfte das Niveau des Dollarkurses das Wachstum der US-Exporte auch langfristig gefördert haben: Im Durchschnitt der Jahre 1986 bis 2003 war der Dollar gegenüber dem ECU bzw. Euro um 11,0% unterbewertet, gegenüber einem »Bündel« aller wichtigen Währungen sogar um 18,8% (gemessen an der Kaufkraftparität von Sachgütern). Dementsprechend hat die Exportwirtschaft der USA langfristig Marktanteile gewonnen, in erster Linie zu Lasten des Euroraums (Abbildung 4).

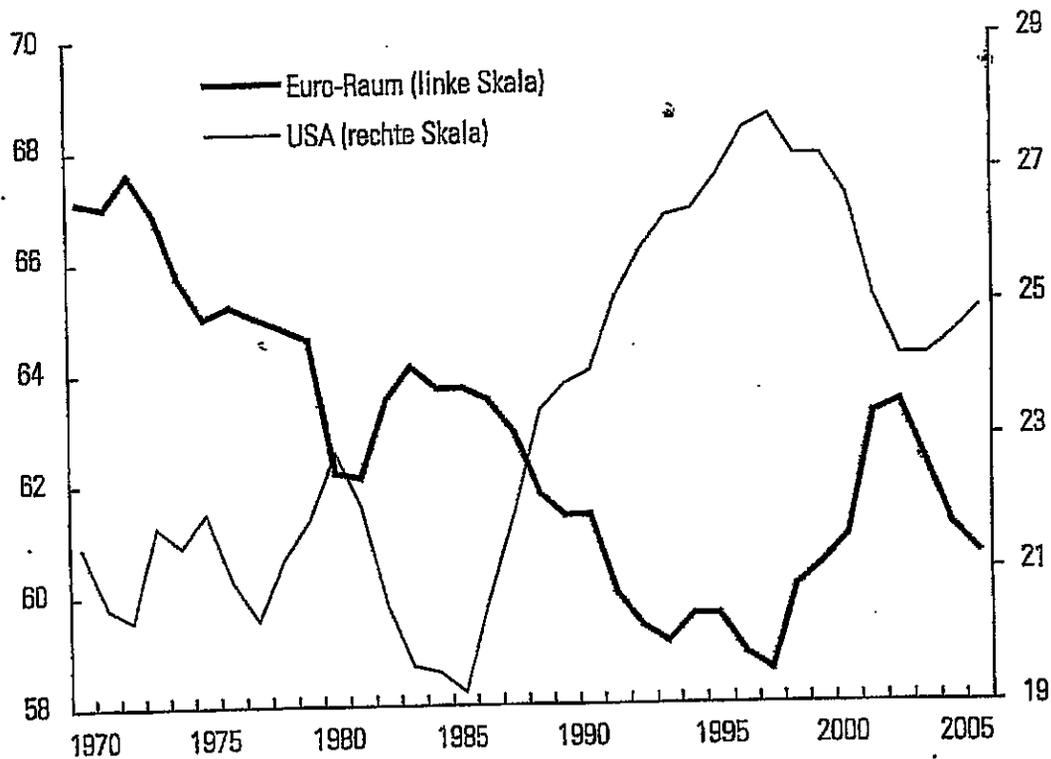
---

Dollar 2003 auf Basis des BIP 1,07, auf Basis von Sachgütern aber nur 0,92 (bei einem Wechselkurs von 1,13 war daher der Euro 2003 auf Basis von Sachgütern um 22,8% überbewertet, auf Basis des BIP aber nur um 5,6%). Zur Berechnung von Kaufkraftparitäten auf Basis unterschiedlicher Waren- und Dienstleistungskörbe siehe Schulmeister, 2000.

Abbildung 4: Eurokurs und Exportdynamik



Anteile an den realen Gesamtexporten der Triade in %



<sup>1</sup> Wechselkurs für 2005: 1,34. Quelle: OECD, WIFO.

Obwohl der Wechselkurs des Dollar seit 1986 unterbewertet ist und die US-Exporte dementsprechend Marktanteile gewonnen haben (Abbildung 4), hat sich die Leistungsbilanz der USA stetig verschlechtert. Als Folge der Dynamik der Binnennachfrage wuchsen nämlich die Importe der USA noch rascher als ihre Exporte (der Einkommenseffekt des höheren Wirtschaftswachstums übertraf den Substitutionseffekt der Unterbewertung). Dementsprechend stieg die Netto-Auslandsverschuldung der USA bis Ende 2004 auf 3.300 Mrd. \$ oder 28,2% des BIP.

Dieser Prozess wurde durch die Doppelrolle des Dollar als nationaler Währung der USA und als Weltwährung gefördert, da diese es den USA erlaubt, sich nahezu ausschließlich in eigener Währung zu verschulden. Diese Entwicklung bedeutet für die Gläubigerländer ein »strukturelles« Dilemma:

- Entweder sie verringern ihre Bereitschaft, wie bisher Dollarforderungen zu akkumulieren, dann wird der Wechselkurs der Weltwährung weiter sinken (und damit auch der Wert ihrer Dollarforderungen) und der Wachstumsrückstand gegenüber den USA als Folge von Marktanteilsverlusten zunehmen,
- oder die Gläubigerländer finanzieren weiterhin das Leistungsbilanzdefizit der USA, dann werden ihre Auslandsschulden immer größer, was letztlich eine umso stärkere Dollarabwertung nach sich ziehen wird (samt einer – auch inflationsbedingten – Entwertung der Dollarforderungen der Gläubiger).

Ein Ausweg aus diesem Dilemma bestünde in einer zur US-Entwicklung der letzten 15 Jahre »spiegelverkehrten« Strategie der Gläubigerländer: Der Wechselkurs des Dollar würde durch eine Ausweitung der Importe aus den USA gestützt (und nicht durch Dollarkäufe), die Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen würden verringert und damit der Zuwachs der Finanzschulden der USA gebremst. Eine solche Strategie setzt allerdings voraus, dass die Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone expansiver gestaltet wird als in den letzten Jahren.

## Fazit

Der konkrete Vergleich der wichtigsten makroökonomischen Indikatoren zeigt, dass die Wachstumsdifferenzen zwischen den USA, Deutschland und dem übrigen Euroraum seit Anfang der 1990er Jahre primär durch folgende Faktoren verursacht wurden (dargestellt an den beiden »Extremen« USA und Deutschland):

- Die unterschiedlichen Auswirkungen von »boom« und »bust« der Aktienkurse auf Realkapitalbildung und Konsum in den USA und in Deutschland.

- Die flexible antizyklische Geld- und Fiskalpolitik in den USA einerseits und die regelgebundene makroökonomische Politik in der Eurozone und insbesondere in Deutschland andererseits (Spar- und Hochzinspolitik).
- Das mittelfristig kräftige Wachstum von Nachfrage, Produktion und Beschäftigung im öffentlichen Sektor in den USA einerseits und der partielle Rückzug des öffentlichen Sektors aus der Wirtschaft in Deutschland andererseits.
- Die Erschütterung des Vertrauens der BürgerInnen in Deutschland in die soziale Verantwortlichkeit der Politik und in das Sozialstaatsmodell an sich durch eine »Reformpolitik«, welche die sozial Schwachen schwächt und die Starken stärkt.
- Die »strukturelle« Überbewertung des Euro bzw. ECU und seine (zusätzliche) Aufwertung gegenüber dem Dollar in Zeiten einer schwachen Konjunktur.

Diese Faktoren haben zwei gemeinsame Hauptursachen, die finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen und die Dominanz des Neoliberalismus. Der Finanzkapitalismus kommt in den manisch-depressiven Schwankungen der wichtigsten Preise, welche die Real- und Finanzwirtschaft verbinden, zum Ausdruck (Aktienkurse, Zinssätze, Wechselkurse, Rohstoffpreise). Diese Instabilität verschiebt das Gewinnstreben von langfristig-realwirtschaftlicher Akkumulation zu kurzfristig-finanzwirtschaftlicher Veranlagung. Dies hat nicht nur das Wirtschaftswachstum seit Anfang der 1970er Jahre gedämpft und damit zu hoher Arbeitslosigkeit geführt, sondern auch wesentlich zur Wachstumsabschwächung seit 2000 beigetragen.

Gleichzeitig widersprechen finanzkapitalistische Rahmenbedingungen in viel höherem Maß dem europäischen Sozialmodell als dem US-amerikanischen Wirtschaftsmodell: Das europäische Modell, insbesondere seine Organisation der »labor relations« und der sozialen Sicherheit, ist auf ein hohes Beschäftigungsniveau angewiesen, es konnte sich deshalb in der realkapitalistischen Phase der ersten Hälfte der Nachkriegszeit besonders erfolgreich entwickeln. Das US-amerikanische Modell orientiert sich hingegen stärker am Grundsatz »Jeder ist seines Glückes Schmied«, Vollbeschäftigung und Sozialstaatlichkeit sind deshalb keine konstituierenden Elemente, wohl aber die »Wall-Street-Kultur«. Überdies wurden die wachstumsdämpfenden Effekte der finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen in den USA seit Anfang der 1990er Jahre durch eine antizyklische und mittelfristig expansive Geld- und Fiskalpolitik kompensiert.

Die in Europa seit 15 Jahren zunehmende Dominanz der neoliberalen Weltanschauung kommt insbesondere in der Regelbindung der Geld- und Fiskalpolitik und damit im Verzicht auf eine aktiv-antizyklische Wirtschaftspolitik zum

Ausdruck, aber auch im (relativen) Rückgang von Investitionen, Konsum und Beschäftigung im öffentlichen Sektor, in der Schwächung der staatlichen Systeme der sozialen Sicherheit zugunsten individueller Vorsorge, sowie in der Liberalisierung und Privatisierung bisher öffentlicher Dienstleistungen (Daseinsvorsorge).

Finanzkapitalismus und Neoliberalismus ergänzen und verstärken einander in Wechselwirkung: Die Instabilität von Aktienkursen, Zinssätzen, Wechselkursen und Rohstoffpreisen dämpft die realwirtschaftliche Wachstumsdynamik und lässt Arbeitslosigkeit, Budgetdefizit und Staatsverschuldung steigen (insbesondere in den europäischen Sozialstaaten), die neoliberale Weltanschauung blendet diese Entwicklungen als Krisenursachen aus, die neoliberalen Rezepturen verbieten eine aktive Konjunkturpolitik und verordnen statt dessen einen »Rückbau« des Sozialstaats und eine Einschränkung der öffentlichen Nachfrage. Diese »Reformpolitik« verschärft wiederum die Krise, was freilich mit »neoliberaler Brille« nicht wahrgenommen werden kann. Also wird die Dosis erhöht.

Auf diese Weise wird die Therapie zu einem Teil jener Krankheit, die sie zu bekämpfen vorgibt. Diesen Regelkreis werden die Therapeuten zuallerletzt wahrnehmen. Die »Krisenspirale« wird sich deshalb noch eine Weile weiterdrehen.

### Literatur

- Aiginger, K., »Insufficient Investment into Future Growth: the Forgotten Cause of Low Growth in Germany«, in: Hausen, C./Resenik, M./Schürmann, N./Stierle, M. H., Determinants of growth and Business Cycles: Theory, Empirical Evidence and Policy Implications, INFER Annual Conference, September 2003 (INFER Research Edition Vol. 9).
- Aiginger, K., »The Economic Agenda: A View from Europe«, in: Economic Agenda of the 21st Century, Special Issue: Review of International Economics, Guest Editor: Karl Aiginger, 2004.
- Bertaut, C. C., »Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s«, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 724, 2002.
- Case, K. E./Quigley, J. M./Shiller, R. J., Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1335, Yale University, New Haven, 2001.
- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung 2004/2005, DIW-Wochenbericht 1-2/2004.
- Economic Report of the President, Washington, D. C., 2002.

International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook, Chapter II: Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity, Washington, D.C., April 2002.

Mankiw, N. G., »U.S. Monetary Policy during the 1990s«, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8471, Cambridge, MA, 2001.

Peersman, G., What Caused the Early Millenium Slow Down? Evidence Based on Vector Autoregressions, CEPR Discussion Paper No. 4087, London, October 2003.

Schulmeister, S., »Wechselkursregime und Wirtschaftsdynamik in der EU«, WIFO-Monatsberichte, 1996, 69 (3).

Schulmeister, S., »Kaufkraftparitäten des Dollars und des Euro«, WIFO-Monatsberichte, 2000, 73 (8).

Schulmeister, S., Aktienkursdynamik und Realkapitalbildung in den USA und in Deutschland, Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung, Wien, 2003.

Schulmeister, S., »Der Finanzkapitalismus, die Wachstumskrise und das Europäische Modell«, in: Hein, E./Heise, A./Truger, A. (Hrsg.), Finanzpolitik in der Kontroverse, Metropolis-Verlag, Marburg 2004, 23-70.

Tichy, G. (2004A), »Die Unzufriedenheit der Bürger mit den Zielen der Wirtschaftspolitik«, Wirtschaft und Gesellschaft, 30(4), 2004.

Tichy, G. (2004B), »Die »Neue Unsicherheit« als Ursache der europäischen Wachstumsschwäche«, Manuskript, Wien, 2004 (erscheint in Perspektiven der Wirtschaftspolitik).