

Ende der Stagnation?

Wirtschaftspolitische Perspektiven für mehr Wachstum und Beschäftigung in Europa

In: Chaloupek, G., Hein, E., Truger, A. (Hrsg.)., Ende der Stagnation?
Wirtschaftspolitische Perspektiven für mehr Wachstum und Beschäftigung
in Europa, Wirtschaftswissenschaftliche Tagungen AK Wien, Reihe Bd. 12.

Günther Chaloupek, Eckhard Hein, Achim Truger (Hrsg.)



Institut für Makroökonomie
und Konjunkturforschung

**Tagung der Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien
und des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung
(IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf**

Wien 2007

Wirtschaftspolitik und Finanzinstabilität als Ursachen der unterschiedlichen Wachstumsdynamik in den USA und Europa*

Stephan Schulmeister

Seit Anfang der neunziger Jahre hat sich die Wirtschaft in den USA – erstmals in der Nachkriegszeit – merklich günstiger entwickelt als in Europa. In einzelnen europäischen Ländern blieb zwar der Wachstumsrückstand gegenüber den USA gering, in der (späteren) Eurozone insgesamt fiel er jedoch erheblich aus. Dies gilt insbesondere für deren größte Volkswirtschaft, also Deutschland.

Diese Unterschiede nahmen in der wachstumsschwachen Phase zwischen 2000 und 2005 markant zu. In den USA erholte sich die Wirtschaft nach der Rezession 2001 rasch. In der Eurozone hingegen ging das Wachstum bis 2003 zurück und nahm bis 2005 nur geringfügig zu. Am schlechtesten entwickelte sich die deutsche Wirtschaft, sie verharrte 5 Jahre in einer Stagnation.

Der (neoliberale) Zeitgeist diagnostiziert zwei Hauptursachen für die Wachstumsschwäche in Europa:

- Die hohen Lohn(neben)kosten sowie „falsche“ Anreize durch zu großzügige Leistungen des Sozialstaats.
- Die vielfältigen Eingriffe in Marktprozesse, insbesondere die Regulierungen der Arbeitsmärkte.

Dieser Diagnose wird nicht zuletzt deshalb das größte Gewicht beigegeben, weil sich die (kontinental)europäische Wirtschaftsordnung gerade im Hinblick auf diese beiden Rahmenbedingungen markant von jener der USA unterscheidet. Aus dieser Diagnose werden Therapien abgeleitet, welche unter dem Begriff „Reformpolitik“ Sozialleistungen kürzen und die Arbeitsmärkte deregulieren.

* Dieser Beitrag folgt der Darstellung in Schulmeister (2005). Die empirische Evidenz über die wichtigsten Unterschiede in der wirtschaftlichen Dynamik in den USA und Europa wird auf den letzten Datenstand gebracht und durch eine Skizze der realwirtschaftlichen Auswirkung zunehmender Finanzspekulation ergänzt. Ich danke Eva Sokoll für statistische Asistenz und Achim Truger für Anregungen im Zuge der redaktionellen Betreuung dieses Beitrags.

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

- 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 Schwankungen von Aktienkursen, Rohstoffpreisen und Wechselkursen, da nach neoliberalen Glauben deregulierte (Finanz)Märkte nicht systematisch falsche Preise bilden können.
- Die Effekte einer restriktiven Sozialpolitik auf Einkommensverteilung und Vertrauen der Haushalte und damit auf ihre Konsumnachfrage.

Der vorliegende Beitrag dokumentiert, dass 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 neunziger Jahre in hohem Maß erklären können. Damit erweisen sich die neoliberalen Diagnosen und Therapien als essentielle Elemente der Krise selbst und nicht ihrer Überwindung.

Im Folgenden werden die wichtigsten Unterschiede in der Geld- und Fiskalpolitik zwischen den USA, Großbritannien, dem Euroraum ohne Deutschland und Deutschland herausgearbeitet. Die empirische Untersuchung beschränkt sich auf diese 4 Länder(gruppen), um die Darstellung überschaubar zu halten sowie deshalb, weil diese Regionen gleichzeitig das (weite) Spektrum unterschiedlicher Makropolitik abdecken (in Abstufung von der aktiven Politik in den USA zur „Abstinenz“ in Deutschland).

Danach wird skizziert wie zunehmende Spekulation auf den Devisen-, Rohstoff- und Aktienmärkten die Entwicklung von Wechselkursen, Erdölpreisen und Aktienkursen destabilisiert und damit die Anreize zu realwirtschaftlichen Aktivitäten schwächt. Dies veranlasste Industriekonzerne in den letzten 15 Jahren, ihre Realkapitalbildung zu vernachlässigen, und zwar zugunsten von Finanzveranlagung und –spekulation. Dieser Trend war in Deutschland besonders markant ausgeprägt.

Die Finanzmärkte als Ursache der Wachstumsschwäche 2000/05

Drei Faktoren haben das Wirtschaftswachstum sowohl in den USA als auch in der EU im Lauf des Jahres 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 waren 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. ¹⁾ Ausmaß und Dauer der Kursverluste waren so groß, dass sie den vermutlich wichtigsten Einzelgrund für die dreijährige Wachstumsschwäche nach 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% (Abbildung 6).

Als Folge der Rezession in den USA begann der Wechselkurs des Dollar ab 2001 nachzugeben, bis 2004 wurde der Euro gegenüber dem US-Dollar um fast 50% härter (Abbildung 4). Diese Entwicklung wurde durch die extrem expansive Zinspolitik der US-Notenbank ebenso gefördert wie durch das „talking the dollar down“ von Seiten namhafter Politiker in den USA.

Diese Wechselkursverschiebungen hatten zwei Haupteffekte. Erstens verstärkte die Entwertung des Dollars den Anstieg der Erdölpreise, da letztere in Dollar notieren (Abbildung 5). Zweitens, verschlechterte sich die Konkurrenzfähigkeit des Euroraums gegenüber den USA (Abbildung 4). Dies dämpfte die Exportdynamik, sowie indirekt auch die Konsumnachfrage, und zwar in jenen Ländern wie insbesondere Deutschland, in denen versucht wurde, den Aufwertungseffekt durch sinkende Reallöhne „abzufangen“.

Die Instabilität der Finanzmärkte hat somit auf dreifache Weise dazu beigetragen, dass die Wirtschaft in den Industrieländern nach 2000 in eine Rezession schlitterte, die im Euroraum und insbesondere in Deutschland in eine mehrjährige Stagnation mündete: durch den Verfall der Aktienkurse, durch die massive Abwertung des Dollar bzw. die entsprechende Aufwertung des Euro und durch den drastischen Anstieg der Erdölpreise.

All diese Entwicklungen waren Resultat der Preisbildung auf den „freiesten“ Märkten, den Finanzmärkten (die Erdölpreise werden auf den entsprechenden Terminmärkten bestimmt), mit „neoliberaler Brille“ konnten sie daher nicht als wesentliche Krisenursachen wahrgenommen werden.

Übersicht 1: Längerfristige Wirtschaftsentwicklung in der Stagnationsphase 2000/2005

Durchschnittliche Wachstumsraten in %

| | USA | Groß- britannien | Eurozone ohne Deutschland | Deutschland |
|---|------|---------------------|---------------------------------|-------------|
| <i>BIP real</i> | 2,6 | 2,3 | 1,7 | 0,7 |
| Privater Konsum, real | 3,1 | 2,9 | 1,8 | 0,4 |
| Öffentlicher Konsum, real | 2,8 | 3,3 | 2,4 | 0,1 |
| Bruttoinvestitionen, real | 2,6 | 2,7 | 2,1 | -2,3 |
| Exporte i.w.S., real | 1,7 | 2,9 | 3,4 | 5,6 |
| Importe i.w.S., real | 4,4 | 4,6 | 3,3 | 3,3 |
| <i>Inflation</i> | | | | |
| BIP-Deflator | 2,3 | 2,5 | 2,6 | 1,0 |
| <i>Einkommen der privaten Haushalte</i> | | | | |
| Lohnsumme | 4,3 | 5,2 | - | 0,5 |
| Einkommen aus Besitz und Unternehmung | 1,7 | 4,3 | - | 2,9 |
| Direkte Steuern | -0,4 | 4,8 | 3,5 | -1,6 |
| Sozialversicherungsbeiträge | 4,4 | 7,4 | - | 1,0 |
| Transfereinnahmen | 7,1 | 4,9 | - | 2,6 |
| Verfügbares Einkommen, real | 2,5 | 2,6 | - | 0,7 |
| <i>Investitionen</i> | | | | |
| Bruttoinvestitionen real | 2,6 | 2,7 | 2,1 | -2,3 |
| Öffentlich | 3,4 | 14,1 | 2,4 | -4,1 |
| Privat | 2,5 | 1,6 | 2,0 | -2,1 |
| Unternehmen | 0,9 | 1,0 | 1,5 | -1,3 |
| Wohnbau | 6,1 | 3,0 | 3,4 | -3,7 |
| <i>Zinssatz und Wachstumsrate</i> | | | | |
| Geldmarktzins in % 1) | 2,4 | 4,4 | 2,8 | 2,8 |
| BIP nominell | 4,9 | 4,9 | 4,3 | 1,7 |
| Zins-Wachstums-Differential 1) | -2,6 | -0,5 | -1,4 | 1,2 |

Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006). - 1) Durchschnittswerte absolut.

Die Instabilität der Finanzmärkte beeinträchtigte die wirtschaftliche Dynamik in Europa stärker als in den USA, einerseits, weil der Rückgang der Aktienkurse in den meisten EU-Ländern besonders stark ausfiel (insbesondere in Deutschland) und zweitens, weil die Wechselkursentwicklung die Exporte der USA stimulierten und jene des Euroraums dämpften.

Noch größer war der Einfluss der Geld- und Fiskalpolitik auf die Wachstumsunterschiede, und zwar nicht erst nach 2000, sondern bereits in den 1990er Jahren. 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 achtziger Jahre wurden in Vorbereitung der Währungsunion die Maastricht-Kriterien als Bindung der Fiskalpolitik konzipiert, wenig später das Statut der EZB als Bindung der Geldpolitik.

Innerhalb des Euroraums verfolgte Deutschland am stärksten einen neoliberalen Kurs, insbesondere durch Reduktion der Beschäftigung im öffentlichen Dienst, der öffentlichen Investitionen sowie von Sozialleistungen im Bereich der Arbeitslosen-, Kranken- und Pensionsversicherung.

Einen umgekehrten Kurs schlug die Wirtschaftspolitik in Großbritannien unter der Labour-Regierung ein, also seit Ende der 1990er Jahre: Die Nachfrage des Staates sowie seine (Sozial)Transfers wurden massiv ausgeweitet, auf der Ebene der Rhetorik wurden gleichzeitig die Leitlinien des Neoliberalismus vertreten. Dieser Widerspruch zwischen keynesianischer Praxis und neoliberaler Rhetorik kennzeichnete also nicht nur die Wirtschaftspolitik in den USA, sondern auch in Großbritannien (siehe dazu auch Hein-Menz-Truger, 2007).

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

Die makroökonomische Politik in der Stagnationsphase 2000/05

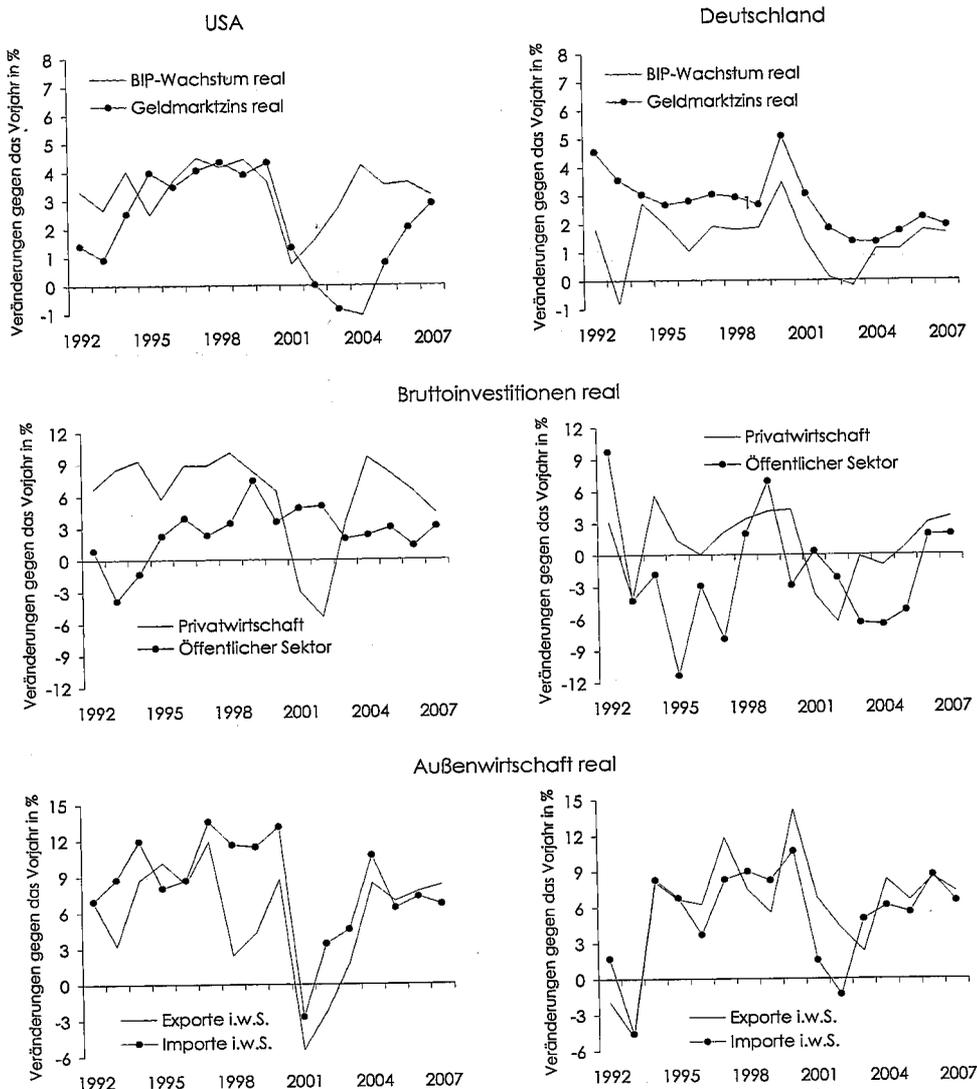
Keynesianische Geld- und Fiskalpolitik in den USA und Großbritannien

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 mit-

telfristig expansiven Geldpolitik förderten die Bereitschaft von Unternehmen und Haushalten, zusätzliche Investitions-, Konsum- und Wohnbaudarlehen aufzunehmen.

Abbildung 1: Wirtschaftsentwicklung in den USA und in Deutschland



Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006).

Insbesondere die Wohnbauinvestitionen profitierten von der markant antizyklischen Geldpolitik, sie expandierten zwischen 2000 und 2005 um insgesamt 6,1% pro Jahr (Übersicht 1). Seit dem Frühjahr 2002 bekamen

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 2005 expandierten die öffentlichen Brutto-Investitionen in den USA real um durchschnittlich 3,4% (Abbildung 1, Übersicht 1). Im gleichen Zeitraum nahm der öffentliche Konsum in den USA real um 2,8% pro Jahr zu (Abbildung 2). In beiden Fällen stiegen die Militärausgaben überdurchschnittlich, allerdings entfallen auf sie „nur“ etwa 20% der gesamten öffentlichen Investitions- und Konsumausgaben.

Insgesamt weiteten die öffentlichen Haushalte ihre reale Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen zwischen 2000 und 2005 um 2,9% pro Jahr 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: ihre Zahl stieg zwischen 2000 und 2004 um 1,0% pro Jahr, dies milderte die Stagnation der Beschäftigung im privaten Sektor (Abbildung 2, Übersicht 2).

Die sinkende Belastung der privaten Haushalte mit Zinszahlungen und Steuern 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 2005 um durchschnittlich 3,1% expandierte und damit rascher als das verfügbare Realeinkommen (+2,5%). Zu dieser Einkommenssteigerung trug auch der Anstieg staatlicher Transferzahlungen um 7,1% pro Jahr wesentlich bei.²⁾

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, Übersicht 2).

Übersicht 2: Beschäftigung und Staatshaushalt in der Stagnationsphase 2000/2005 Durchschnittliche Wachstumsraten in %

| | USA | Großbritannien | Eurozone ohne Deutschland | Deutschland |
|----------------------------------|------|----------------|---------------------------|-------------|
| <i>Beschäftigung</i> | | | | |
| Insgesamt | 0,7 | 0,9 | 1,3 | -0,2 |
| Selbständige | 0,5 | 2,2 | -0,2 | 2,2 |
| Unselbständige | 0,2 | 0,8 | 1,7 | -0,5 |
| Privat | 0,1 | 0,4 | 1,8 | -0,4 |
| Öffentlich | 1,0 | 2,2 | 1,3 | -1,0 |
| Arbeitslose | 5,9 | -1,7 | 0,5 | 6,2 |
| Arbeitslosenquote in % 1) | 5,4 | 5,0 | 8,5 | 8,3 |
| <i>Staatshaushalt</i> | | | | |
| Einnahmen | 3,2 | 5,1 | 4,0 | 0,3 |
| Indirekte Steuern | 5,0 | 4,2 | 4,6 | 1,6 |
| Direkte Steuern | 1,1 | 4,6 | 3,3 | -2,3 |
| Unternehmen | 7,4 | 3,8 | 2,8 | -6,8 |
| Haushalte | -0,4 | 4,8 | 3,5 | -1,6 |
| Ausgaben | 6,2 | 6,9 | 4,6 | 1,5 |
| Konsum | 6,7 | 8,0 | - | - |
| Investitionen | 5,6 | 15,7 | 5,0 | -4,6 |
| Transfers insgesamt | 7,4 | 6,6 | 5,1 | 2,3 |
| Net Lending in % des BIP in % 1) | -3,5 | -2,2 | -2,1 | -3,5 |

Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006). - 1) Durchschnittswerte absolut.

In Großbritannien folgte die ausgabenorientierte Fiskalpolitik zwischen 2000 und 2005 einem noch expansiveren Kurs als in den USA, die Steuer- und Geldpolitik war hingegen etwas weniger expansiv (Übersichten 1 und 2):

- Der öffentliche Konsum wurde in Großbritannien um 3,3% und die öffentlichen Investitionen sogar um 14,1% pro Jahr ausgeweitet.
- Die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst expandierte um 2,2% pro Jahr.
- Die Steuereinnahmen stiegen etwa so rasch wie das nominelle BIP (in den USA nahmen sie merklich schwächer zu), die Staatsausgaben wur-

den wesentlich stärker ausgeweitet, insbesondere auch die Transferzahlungen (+6,6% pro Jahr).

- Im Durchschnitt 2000/05 lag der Geldmarktzins in Großbritannien um 0,5 Prozentpunkte unter der Wachstumsrate, in den USA war diese Differenz merklich höher (-2,6%).

Diese Entwicklungen bzw. Maßnahmen zeigen, dass auch in Großbritannien eine antizyklische Politik verfolgt wurde, sie war aber nicht so extrem ausgeprägt wie in den USA.

Wirtschaftspolitische „Abstinenz“ 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, bis Juni 2003 wurde der Euro-Leitzins auf 2,0% gesenkt. 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:

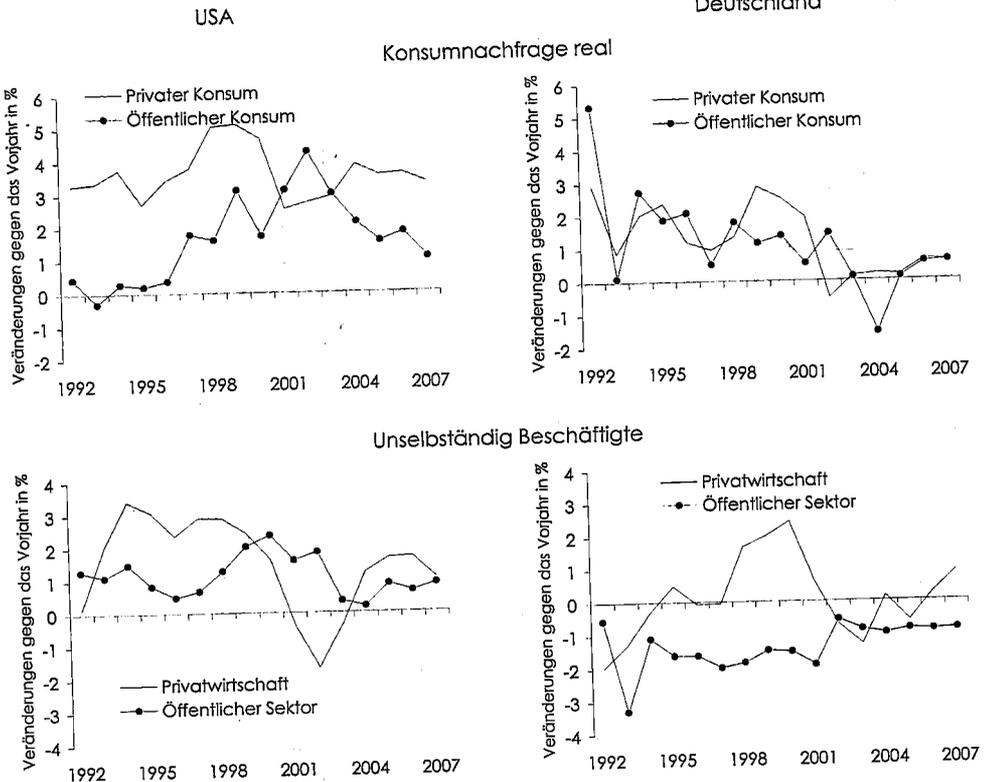
- Wirtschaftswachstum und Inflation in Deutschland waren schon seit Mitte der neunziger Jahre merklich niedriger als in der Eurozone; deshalb mussten Zinssenkungen, welche für den gesamten Euroraum angemessen gewesen wären, für Deutschland unzureichend sein (zwischen 2000 und 2003 lag der reale Geldmarktzins in Deutschland 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 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 2005 real um 3,7% pro Jahr.

Im Gegensatz zu den USA kam die Steuerreform in Deutschland überwiegend den Unternehmen zugute (Abbildung 3, Übersicht 2): Der Anteil der von ihnen erbrachten direkten Steuern an den gesamten Staatseinnahmen sank von 3,6% (2000) auf 1,3% (2002). Dazu hat insbesondere auch die Steuerbefreiung für die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen beigetragen. 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 2005 um 1,3% pro Jahr.

Die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst sank in Deutschland zwischen 2000 und 2005 um 1,0% pro Jahr. Dies trug zum Anstieg der Arbeitslosigkeit bei, da gleichzeitig auch die Beschäftigung im privaten Sektor schrumpfte (Abbildung 2).

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



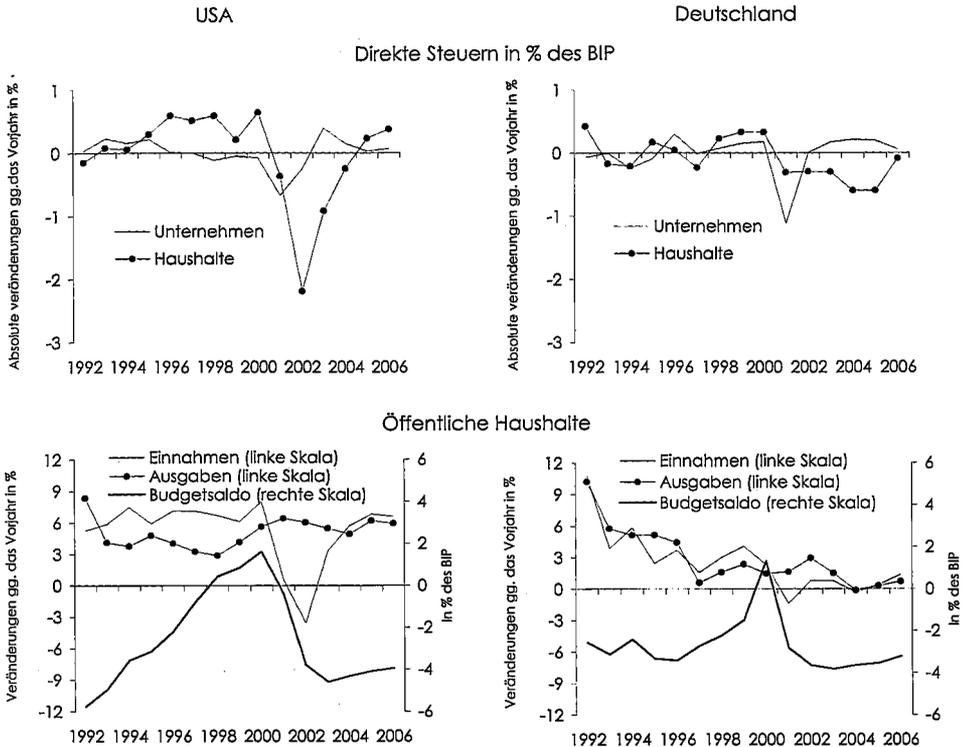
Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006).

Unter diesen Bedingungen verschlechterte sich das Vertrauen der privaten Haushalte in die Wirtschaftsentwicklung, gleichzeitig nahm ihr verfügbares Realeinkommen zwischen 2000 und 2005 kaum zu (+0,7% pro Jahr), der private Konsum stagnierte (+0,4% - Abbildung 1 und Übersicht 1). Dazu hat auch die Tatsache beigetragen, dass die Transferzahlungen des Staates trotz stark gestiegener Arbeitslosigkeit lediglich um 2,6% pro Jahr stiegen.

Seit dem Frühjahr 2002 hat sich überdies die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft durch die starke Aufwertung des Euro verschlechtert (Abbildung 4). Dennoch gelang es der deutschen Wirtschaft, ihre Exporte zwischen 2000 und 2005 um 5,6% pro Jahr zu stei-

gern (Übersicht 1). Dazu hat die restriktive Lohnpolitik bei gleichzeitig stark steigender Arbeitsproduktivität erheblich beigetragen: In Deutschland sanken die Lohnstückkosten stärker als in allen anderen wichtigen Industrieländern. Gleichzeitig wurde die schwache Lohnentwicklung allerdings zu einem wesentlichen Grund für die Stagnation der Konsumnachfrage.

Abbildung 3: Öffentliche Finanzen in den USA und in Deutschland



Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006).

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 2005 von einem Überschuss von 1,3% in ein Defizit von 3,3 - 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. Dies wird noch deutlicher, wenn man berücksichtigt, dass der Budgetsaldo im Jahr 2000 durch den Sonderfaktor der UMTS-Erlöse im Ausmaß von 2,5 BIP-Prozentpunkten überhöht war. Gegenüber dem bereinigten Budgetsaldo war die Defizitausweitung entsprechend schwächer, und selbst

diese wurde nicht aus konjunkturpolitischen Gründen angestrebt, sondern „erlitten“.

Moderat expansive Konjunkturpolitik im Euroraum ohne Deutschland

In der Eurozone (im Folgenden immer ohne Deutschland) hat die Wirtschaftspolitik die Wachstumsabschwächung zwar nicht so massiv bekämpft wie in den USA oder Großbritannien, gab aber – im Gegensatz zu Deutschland – antizyklische Impulse (Übersichten 1 und 2):

- Die reale Konsum- und Investitionsnachfrage des Staates expandierte zwischen 2000 und 2005 um 2,4% pro Jahr.
- Die Beschäftigung im öffentlichen Dienst wurde um 1,3% pro Jahr erhöht.
- Die Staatsausgaben nahmen in der Eurozone 2000/2005 um 4,6% zu und damit stärker als die Staatseinnahmen (+4,0%).
- Die Transferzahlungen des Staates stiegen in der Eurozone um 5,1% pro Jahr, annähernd so stark wie in den USA und Großbritannien.

Auch die Lohnpolitik hat die Konsumnachfrage in der Eurozone gestützt: Zwischen 2000 und 2005 stiegen die Nominallöhne pro Kopf um 2,6% pro Jahr (USA: +4,0%, Großbritannien: +4,4%), in Deutschland hingegen nur um 1,0%. Dies hat wesentlich dazu beigetragen, dass der private Konsum im Euroraum um 1,8% pro Jahr wuchs, mehr als doppelt so rasch wie in Deutschland (+0,7%).

Die Ausweitung der Nachfrage der öffentlichen und privaten Haushalte in der Eurozone stabilisierte die Wirtschaftserwartungen der Unternehmer, ihre Investitionen nahmen zwischen 2000 und 2005 um 1,5% pro Jahr zu (etwas stärker als in den USA und Großbritannien), während sie in Deutschland um durchschnittlich 1,3% sanken. Die Wohnbauinvestitionen nahmen in der Eurozone um 3,4% pro Jahr zu, in Deutschland aber dramatisch ab (-3,7%). Dafür war auch das im Vergleich zu Deutschland um etwa 1 1/2 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 2005 stagnierte (+0,7% pro Jahr), während es in der übrigen Eurozone um durchschnittlich 1,7% stieg. Dazu hat die unterschiedliche Entwicklung der öffentlichen Nachfrage wesentlich beigetragen. Dennoch hat sich der Budgetsaldo in der Eurozone zwischen 2000 und 2005 nur um 1,5 Prozentpunkte des BIP verschlechtert, in Deutschland hingegen um 4,6 Prozentpunkte. Dies 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 2005 als Folge der Steuerreform 2001 von 3,6% auf 2,5% sanken, blieb ihre Steuerquote in der übrigen Eurozone bei etwa 7% annähernd konstant, in den USA stieg sie von 7,3 auf 9,0.

Die Geld- und Fiskalpolitik in der längerfristigen Wirtschaftsentwicklung

Die wichtigsten Unterschiede in der makroökonomischen Politik zwischen den USA, Deutschland und dem übrigen Euroraum zeigten sich bereits in den 1990er Jahren (Übersichten 3 und 4).

Seit dem Kurswechsel der Geldpolitik in den USA Ende der achtziger 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 3). Auch in Großbritannien wurde die Geldpolitik antizyklisch gestaltet, wenn auch nicht so extrem wie in den USA.

In den Ländern der (späteren) Eurozone sind die realen Geldmarktzinsen Anfang der neunziger 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 im Euroraum (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 11/2 Prozentpunkte geringeren Preisauftriebs.

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.

Übersicht 3: Längerfristige Wirtschaftsentwicklung 1991/2006 Durchschnittliche Wachstumsraten in %

| | USA | Groß- britannien | Eurozone ohne Deutschland | Deutschland |
|---|------|---------------------|---------------------------------|-------------|
| <i>BIP real</i> | 3,3 | 2,7 | 2,1 | 1,4 |
| Privater Konsum, real | 3,6 | 3,0 | 1,9 | 1,3 |
| Öffentlicher Konsum, real | 1,7 | 2,0 | 1,9 | 1,2 |
| Bruttoinvestitionen, real | 5,4 | 3,6 | 2,3 | 0,4 |
| Exporte i.w.S., real | 5,4 | 5,5 | 5,5 | 5,9 |
| Importe i.w.S., real | 8,2 | 6,4 | 5,2 | 5,1 |
| <i>Inflation</i> | | | | |
| BIP-Deflator | 2,1 | 2,5 | 2,6 | 1,3 |
| <i>Einkommen der privaten Haushalte</i> | | | | |
| Lohnsumme | 5,4 | 5,2 | - | 2,0 |
| Einkommen aus Besitz und Unternehmung | 4,6 | 4,5 | - | 3,3 |
| Direkte Steuern | 5,5 | 5,4 | 4,9 | 2,1 |
| Sozialversicherungsbeiträge | 5,2 | 5,4 | - | 3,0 |
| Transfereinnahmen | 6,2 | 6,2 | - | 4,2 |
| Verfügbares Einkommen, real | 3,1 | 2,6 | - | 1,1 |
| <i>Investitionen</i> | | | | |
| Bruttoinvestitionen real | 5,4 | 3,6 | 2,3 | 0,4 |
| Öffentlich | 2,5 | 5,1 | 1,2 | -2,2 |
| Privat | 6,1 | 3,4 | 2,5 | 0,7 |
| Unternehmen | 6,2 | 3,8 | 2,5 | 0,9 |
| Wohnbau | 5,6 | 2,5 | 2,4 | 0,5 |
| <i>Zinssatz und Wachstumsrate</i> | | | | |
| Geldmarktzins in % 1) | 4,2 | 5,7 | 4,7 | 4,1 |
| BIP nominell | 5,5 | 5,3 | 4,7 | 2,7 |
| Zins-Wachstums-Differential 1) | -1,3 | 0,5 | 0,0 | 1,4 |

Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006). - 1) Durchschnittswerte absolut.

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 wurde der öffentliche Konsum in der wachstumsschwachen Phase 1992/94 ausgeweitet, die öffentlichen Investitionen allerdings gesenkt. Zwischen 2000 und 2004 wurden hingegen sowohl die Investitionen als auch der Konsum des Staates deutlich gesteigert.
- In Deutschland hat die Fiskalpolitik der Konjunktur in keiner der beiden Phasen Impulse gegeben (Abbildungen 1 und 2). Dementsprechend ist die Konsumnachfrage des Staates auch längerfristig kaum gewachsen (1991/2006: +1,3% pro Jahr), die öffentlichen Investitionen schrumpften stetig (-2,2% pro Jahr - Übersicht 3).
- In Großbritannien wurden der öffentlich Konsum um 2,0% pro Jahr und die öffentlichen Investitionen sogar um 5,1% pro Jahr ausgeweitet.
- In den USA wurde die Nachfrage des Staates 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 erhöht (Abbildung 1 und 2). Dementsprechend sind beide Nachfragekomponenten auch längerfristig merklich expandiert (Übersicht 3).

Die Beschäftigungsentwicklung im öffentlichen Dienst spiegelt die unterschiedliche Rolle des Staates wider (Übersicht 4): Zwischen 1991 und 2006 nahm die Zahl der öffentlich Beschäftigten in den USA um 1,1% und in der Eurozone um 0,8% pro Jahr zu, in Deutschland sank sie hingegen um durchschnittlich 1,4% pro Jahr (Abbildung 2).

Der expansive Kurs der Staatsnachfrage wurde in der übrigen Eurozone sowie insbesondere in den USA und Großbritannien dadurch erleichtert, dass die Einnahmen des Staates in diesen Regionen zwischen 1991 und 2006 um 2,2 bzw. 2,9 Prozentpunkte pro Jahr rascher zunahmen als in Deutschland (Übersicht 4). Dafür war in erster Linie das höhere (nominelle) Wirtschaftswachstum maßgeblich, zu dem die antizyklische Makropolitik beigetragen hat (Stärke und Länge von Rezessionen beeinflussen auch den längerfristigen Wachstumstrend).

Auch die Struktur der Steuereinnahmen hat sich in den untersuchten Regionen unterschiedlich entwickelt: 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 USA und Großbritannien wuchsen die indirekten Steuern leicht unterdurchschnittlich, innerhalb der direkten Steuern nahmen die Steuern der Unternehmen merklich rascher zu als jene der Haushalte. Letzteres gilt auch für den Euroraum (Übersicht 4).

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 3). 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 2006 nur um 0,9% pro Jahr gestiegen, in der übrigen Eurozone um 2,5% und in Großbritannien bzw. den USA sogar um 3,8% bzw. 6,2% (Übersicht 3).

Übersicht 4: Beschäftigung und Staatshaushalt 1991/2006 Durchschnittliche Wachstumsraten in %

| | USA | Groß- britannien | Eurozone ohne Deutschland | Deutschland |
|----------------------------------|------|---------------------|---------------------------------|-------------|
| <i>Beschäftigung</i> | | | | |
| Insgesamt | 1,4 | 0,7 | 1,1 | 0,0 |
| Selbständige | 0,1 | 0,1 | -0,2 | 1,5 |
| Unselbständige | 1,5 | 0,8 | 1,4 | -0,1 |
| Privat | 1,5 | 1,0 | 1,5 | 0,1 |
| Öffentlich | 1,1 | 0,1 | 0,8 | -1,4 |
| Arbeitslose | -1,3 | -3,0 | 0,5 | 4,1 |
| Arbeitslosenquote in % 1) | 5,4 | 6,8 | 9,8 | 7,7 |
| <i>Staatshaushalt</i> | | | | |
| Einnahmen | 5,5 | 5,5 | 4,8 | 2,6 |
| Indirekte Steuern | 5,1 | 5,2 | 5,8 | 3,2 |
| Direkte Steuern | 5,9 | 5,8 | 5,1 | 2,1 |
| Unternehmen | 7,4 | 7,0 | 5,9 | 1,4 |
| Haushalte | 5,5 | 5,4 | 4,9 | 2,1 |
| Ausgaben | 5,2 | 5,6 | 4,3 | 3,0 |
| Konsum | 4,9 | 5,7 | - | - |
| Investitionen | 4,5 | 4,6 | 3,6 | -2,0 |
| Transfers insgesamt | 6,7 | 6,0 | 5,1 | 3,7 |
| Net Lending in % des BIP in % 1) | -2,6 | -2,9 | -3,3 | -2,7 |

Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006). - 1) Durchschnittswerte absolut.

Als Folge der langfristigen Stagnation der öffentlichen Nachfrage in Deutschland ist das Gewicht der produktiven Aufwendungen des Staates nunmehr merklich kleiner als in den Vergleichsregionen: In Deutschland trugen die öffentlichen Investitionen 2006 nur mehr 7,4% zu den Gesamtinvestitionen bei (übrige Eurozone: 13,7%, Großbritannien: 13,0, USA: 15,4%). Der Anteil der öffentlich Beschäftigten an der Gesamtzahl aller Unselbständigen lag bei 10,7% (übrige Eurozone: 16,9%, USA: 15,2%).

Dieser Vergleich makroökonomischer Indikatoren legt zwei Schlussfolgerungen nahe: Erstens, Nachfrage und Produktion des Staates haben sich in Deutschland schon seit Anfang der neunziger Jahre merklich schwächer entwickelt als in den USA und in der übrigen Eurozone (dies ist umso bemerkenswerter als 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 Realkapitalbildung und Innovationsdynamik in Deutschland im Vergleich zur übrigen Eurozone und insbesondere zu Großbritannien und den USA beeinträchtigt:

- Erstens dämpft eine längerfristig stagnierende 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 Technologie- 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 (siehe dazu auch Aiginger, 2007, Hein-Menz-Truger, 2007; Marterbauer, 2007).

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, 2004 und 2005).

Wechselkursentwicklung beeinträchtigt die Wirtschaft im Euroraum

Zwischen Anfang 2002 und Ende 2004 hat der Euro gegenüber dem Dollar etwa 50% an Wert gewonnen. Dies hat die Überbewertung des Euro bzw. die Unterbewertung des Dollar - gemessen an der Kaufkraftparität von Sachgütern – drastisch erhöht.³⁾ 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:

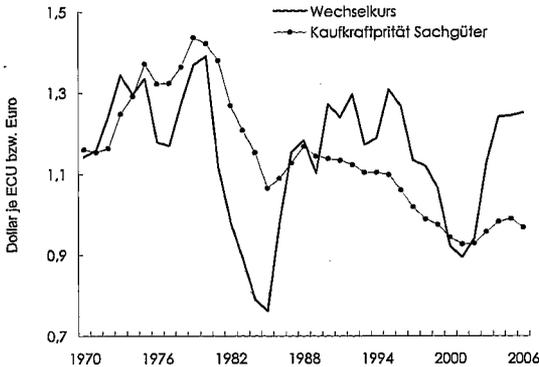
- Seit dem Kurswechsel der US-Notenbank zu einer antizyklischen Geldpolitik wird auch der Wechselkurs zur Konjunkturstabilisierung eingesetzt, einerseits als Folge der starken Zinssenkungen in wachstumsschwachen Phasen wie 1989/92 und 2001/03 und andererseits als Folge eines „talking the dollar down“ 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.

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 neunziger 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 2006 war der Dollar gegenüber dem ECU bzw. Euro um etwa 10% unterbewertet (gemessen an der Kaufkraftparität von Sachgütern). Dementsprechend hat die Exportwirtschaft der USA langfristig Marktanteile gewonnen, in erster Linie zu Lasten des Euroraums (Abbildung 4).

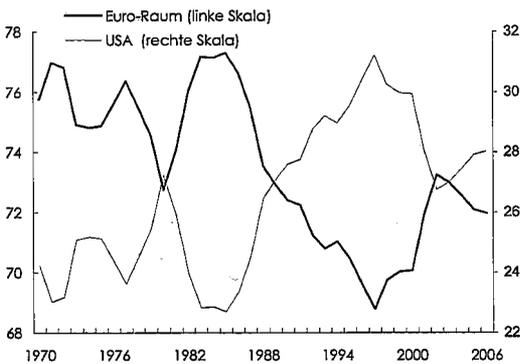
Obwohl der Wechselkurs des Dollar seit 1986 unterbewertet ist und die US-Exporte dementsprechend Marktanteile gewonnen haben (Abbildung

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 2006 auf 6.930 Mrd. \$ oder 52,3% des BIP.

Abbildung 4: Eurokurs und Exportdynamik



Anteile an den realen Warenexporten beider Regionen in %



Quelle: OECD Economic Outlook database (May 2006), Schulmeister (2005).

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 (Schulmeister, 2000). 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.

Finanzspekulation und realwirtschaftliche Performance⁴⁾

Die durch kurzfristige Spekulation destabilisierten, und daher „falschen“ Preissignale der Devisen-, Aktien- und Rohstoffmärkte haben die realwirtschaftliche Entwicklung nicht nur in der Stagnationsphase nach 2000 beeinträchtigt, sondern bereits in den vorangegangenen 25 Jahren. Von dieser zunehmenden „financial instability“ war die Wirtschaft in Europa stärker betroffen als in den USA.

Das Volumen der Transaktionen auf den Finanzmärkten und das Tempo ihrer Expansion verdeutlichen, dass kurzfristige Spekulation ihre wichtigste Determinante ist: Pro Tag wurden 2005 auf den Weltfinanzmärkten (Basis)Werte in Höhe von etwa 7.800 Mrd. \$ umgesetzt. Dieser Wert ist 56 Mal so hoch wie das BIP aller Industrieländer. Der größte Teil davon entfällt auf Finanzderivate. Ihr Handelsvolumen stieg zwischen 1986 und 2005 weltweit um 20,5% pro Jahr.

Am größten ist das Handelsvolumen mit Finanzderivaten im Land mit der höchsten Spekulationskultur: In den USA ist es 60 Mal so hoch wie das BIP, 1986 war es 6 ½ Mal so hoch. Doch Europa holt auf: War der Turnover mit Finanzderivaten 1986 nur halb so hoch wie das BIP gewesen, war er 2005 etwa 38 Mal höher.

Innerhalb Europas wurde Deutschland zum wichtigsten Finanzplatz für diese Geschäfte: Seit ihrer Gründung im Jahr 1997 expandierten die Umsätze an der Derivatbörse EUREX um etwa 30% pro Jahr, 2005 waren sie bereits 40 mal höher als das deutsche BIP.

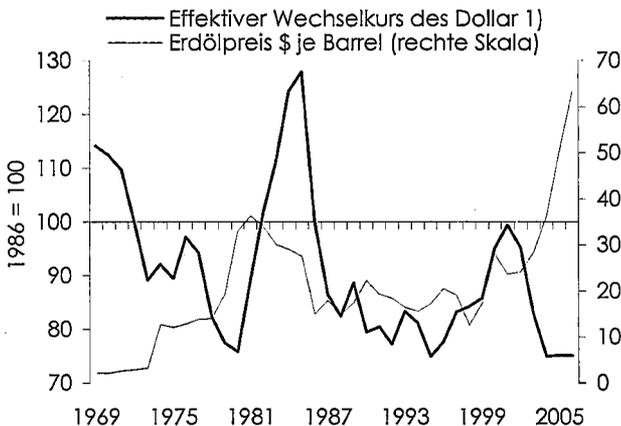
Ein wesentlicher Grund für die Expansion des Finanzhandels besteht in wachsender Verwendung von „Spielsystemen“. Diese spezialisieren sich entweder auf das „Ausreiten“ von Trends („trend-followers“) oder auf den Wechsel in der Trendrichtung („contrarian trading“). Die Anwendung und

Verbreitung dieser Handelssysteme (auch unter Amateuren) werden durch immer bessere „trading software“ sowie schnelleren und billigeren Zugriff auf Daten und (elektronische) Börsen vorangetrieben.

Beginnt ein Kurs auf Grund (nicht antizipierter) wirtschaftlicher oder politischer Nachrichten zu steigen, so generieren zuerst die verschiedenen „trend-following systems“ auf der Basis von Hochfrequenzdaten (z. B. 10-Sekunden-Kurse) eine Sequenz von Kaufsignalen. Ihre Exekution treibt den Kurs weiter nach oben, es folgen die Kaufsignale der „langsameren“ technischen Modelle (etwa auf Basis von 5-Minuten-Daten), u. s. f.

Je länger ein Trend andauert, desto mehr verliert er an Dynamik (gegen Ende springen nur mehr Amateure auf). Auf dieser Erfahrung beruhen die „contrarian strategies“. Sie produzieren Verkaufssignale in der Spätphase eines Aufwärtstrends, spekulieren also auf sein „Kippen“. Die Exekution dieser Signale trägt dann zu einem Richtungswechsel bei. Für diese Handelsstrategien werden auch „Charttechniken“ verwendet, also die Identifikation solcher Kurskonfigurationen, welche einen Trendwechsel signalisieren sollen (z. B. „head and shoulder“).

Abbildung 5: Dollarkurs und Erdölpreis



Quelle: International Monetary Fund (International Financial Statistics, October 2006.).
1) Gegenüber DM, Franc, Pfund, Yen.

In ihrer Gesamtheit sind die professionellen Akteure die Gewinner im Handel auf den Finanzmärkten, Die Verlierer sind - als Gruppe - die Amateure (das Handeln stellt ein Null-Summenspiel dar). Dafür sprechen nicht nur die hohen Handelsgewinne der großen „player“ wie Goldman Sachs oder Deutsche Bank), sondern insbesondere vier Unzulänglichkeiten auf Seiten der Amateure: Sie können nicht permanent auf das Marktgeschehen reagieren, sie haben nicht genügend Kapital, um Verlustpha-

sen durchzustehen, sie sind zu einem Risikomanagement weder finanziell noch intellektuell in der Lage, und schließlich haben sie einen viel schlechteren Zugang zu Insiderinformation als etwa Investmentbanken.

Die Umverteilung durch den Finanzhandel von der gehobenen Mittelklasse zu den Spitzenverdienern stellt kein gravierendes Problem dar (dies gilt auch für die interkontinentale Umverteilung zugunsten der USA). Zwei andere Effekte sind allerdings die wichtigsten Ursachen für die langfristige Wachstumsabschwächung in Europa:

- Die Finanzspekulation destabilisiert die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft wie Wechselkurse, Rohstoffpreise (insbesondere den Ölpreis), Aktienkurse und Zinssätze.
- Die Unsicherheit über die Entwicklung dieser Preise und die hohen Finanzrenditen, dämpfen die realwirtschaftlichen Aktivitäten von Unternehmen, insbesondere Investitionen und (damit) die Schaffung neuer Arbeitsplätze.

Auf welche Weise destabilisiert der Handel mit Derivaten ihre Preise und jene der zugrunde liegenden Assets? Unterschiedliche Spieler benützen unterschiedliche Spekulationssysteme, angewendet auf unterschiedlichen Zeitskalen (von 10-Sekunden-Kursen bis zu Tageskursen). Die Konzentration von Kaufsignalen von „news-based traders“ am Beginn eines Aufwärtstrends, gefolgt von Kauforders der „trend-followers“ verstärkt und verlängert den Trend. Hat er an Dynamik verloren, so lassen ihn die Verkaufssignale der „contrarians“ kippen (Schulmeister, 2006).

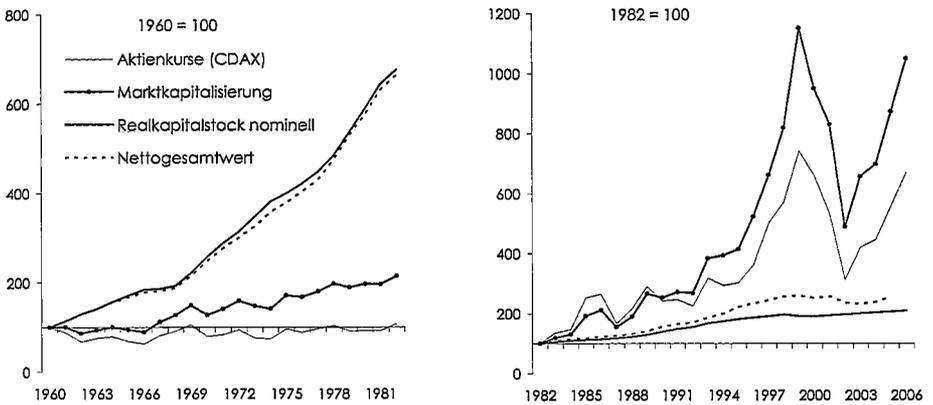
Das Phänomen solcher Kursschübe lässt sich auf jeder Zeitskala beobachten. Aus ihrem Zusammenwirken ergeben sich mehrjährige Trends: Minutentrends in die gleiche Richtung, unterbrochen von kürzeren Gegenbewegungen, addieren sich zu einem Stundentrend, mehrere Stundentrends zu Tagestrends, u. .s. f. Insgesamt ergibt sich daraus die für alle „asset prices“ typische Abfolge von Kursschüben, welche für einige Zeit in eine Richtung länger sind als die Gegenbewegungen, also ein stufenweiser Auf- oder Abwärtsprozess. Auf Basis von Monatsdaten nimmt dieser Prozess die Gestalt mehrjähriger „bull markets“ und „bear markets“ an.

Aktuelle Beispiele für „bull markets“ sind der Ölpreisanstieg sowie der Aktienboom seit 2003, wichtige „bear markets“ waren der Aktienkursverfall 2000/2003 sowie die Dollarabwertung 2002/2004 (Abbildungen 4, 5 und 6).

Die „long swings“ der Wechselkurse haben drei Haupteffekte: Erstens, sie erhöhen generell Unsicherheit und Kosten von Handel und Direktinvestitionen. Zweitens, sie dämpfen die Exporte der Länder mit überbewerteter Währung. Davon ist der Euroraum besonders bei schwacher Konjunktur betroffen. Denn in diesen Phasen gelingt es der US-Politik, den Dollar niedrig zu halten (1991/94) oder sogar weiter „herunterzureden“

(2001/04). Drittens, die besonders starken Schwankungen des Dollarkurses destabilisieren die Preise für Rohstoffe, insbesondere für Erdöl, da diese in Dollar notieren: Dollarabwertungen entwerten die realen Exporterlöse der Rohstoffproduzenten, diese versuchen in der Folge, höhere Dollarpreise ihrer Produkte durchzusetzen. Dies gelang dem OPEC-Kartell nach den Dollarabwertungen 1971/73 sowie 1976/79 (Abbildung 5). Die beiden „Ölpreisschocks“ lösten wiederum die beiden Rezessionen 1974/75 und 1980/82 aus. Auch in den vergangenen Jahren hat die starke Dollarabwertung zum Ausmaß der Erdölverteuerung beigetragen (Abbildung 5).

Abbildung 6: Aktienkurse und Realkapitalbildung in Deutschland Nicht-finanzielle Aktiengesellschaften



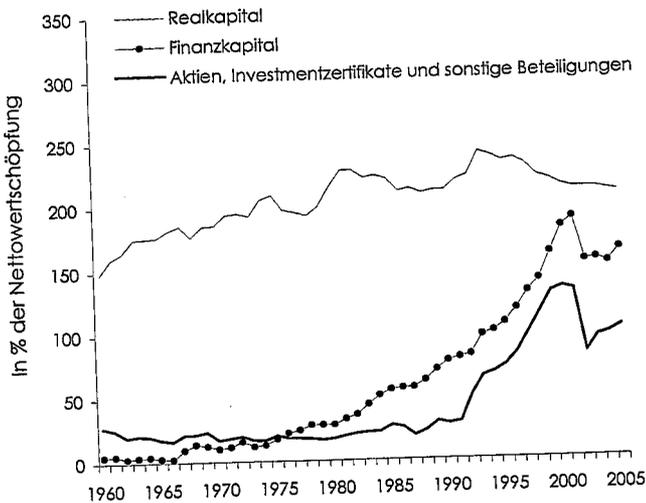
Quelle: Federal Reserve Bank (Flow of Funds), Deutsche Bundesbank (Geldvermögensrechnung), DESTATIS (Kapitalstockrechnung), Schulmeister (2003).

Die „manisch-depressiven“ Schwankungen von „asset prices“ sind bei Aktienkursen besonders markant ausgeprägt, und damit auch ihre Abweichungen von den realwirtschaftlichen „fundamentals“ (Abbildung 6)⁵⁾:

- In den 1960er und 1970er Jahren stagnierten die Aktienkurse in Deutschland, gleichzeitig konzentrierte sich das Profitstreben der Unternehmen auf Realinvestitionen. Dementsprechend wuchsen der Realkapitalstock des „non-financial business“ und sein Netto-Gesamtwert viel stärker als Aktienkurse und Marktkapitalisierung (Abbildung 6).
- In der Periode zwischen 1982 und 1999 ergab sich eine spiegelverkehrte Entwicklung: Der Aktienboom ließ Kurse und Börsenwerte der Aktiengesellschaften viel rascher anwachsen als ihr Realkapitalstock bzw. ihr Netto-Gesamtwert. Diese Entwicklung wurde durch den nachfolgenden Verfall der Aktienkurse teilweise korrigiert, seit 2003 hat wieder ein markantes „Overshooting“ der Aktienkurse eingesetzt.

Die Instabilität von Aktienkursen, Rohstoffpreisen, Wechselkursen und Zinssätzen erhöhten die Unsicherheit hinsichtlich der Rendite längerfristig orientierter Projekte in der Realwirtschaft, daher beanspruchten die Unternehmen dafür eine höhere Risikoprämie. Gleichzeitig steigerte die Instabilität der Finanzmärkte die (potentiellen) Renditen von Finanzinvestitionen. Folge: Es werden nur mehr solche Realinvestitionen getätigt, welche den aus beiden Gründen höheren Renditeanforderungen genügen. Das Profitstreben des „non-financial business“ hat sich somit in den vergangenen 25 Jahren von der Realkapitalbildung zu Finanzveranlagung und –spekulation verlagert. Dieser „schleichende“ Prozess stellt die „strukturelle“ Hauptursache für die langfristige Wachstumsabschwächung dar.

Abbildung 7: Real- und Finanzvermögen der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland



Quelle: Federal Reserve Bank (Flow of Funds), Deutsche Bundesbank (Geldvermögensrechnung), DESTATIS (Kapitalstockrechnung), Schulmeister (2003).

Mit dem Übergang vom Realkapitalismus zum Finanzkapitalismus im Verlauf der 1970er Jahre musste sich die Dynamik von Realakkumulation, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung nachhaltig abschwächen.⁶⁾ Die USA wurden durch diesen „Regimewechsel“ weniger beeinträchtigt als Europa:

- Finanzkapitalistische Rahmenbedingungen entsprechen der „Wirtschaftskultur“ in den USA in höherem Maß als in Europa.
- Die USA konnten sich dem Mangel an hochproduktiven Arbeitsplätzen durch Schaffung von Niedriglohnarbeitsplätzen anpassen, die mit wenig oder keinem Realkapital ausgestattet sind („working poor“-Arbeitsplätze).

- Zusätzlich vollzogen die USA um 1990 einen Kurswechsel zu einer anti-zyklischen und wachstumorientierten Geld- und Fiskalpolitik, auch die öffentliche Beschäftigung wird stetig ausgeweitet, insbesondere bei schwacher Konjunktur.
- Die US-Politik lenkt das spekulative Gewinnstreben auf die Aktienkurse. Die für die Realwirtschaft wichtigeren Zinssätze und Wechselkurse werden auf niedrigem Niveau gehalten.

In Europa wurde das Land mit der traditionell fortgeschrittensten „realkapitalistischen Wirtschaftskultur“, also Deutschland, vom Finanzkapitalismus am stärksten beeinträchtigt (ähnlich wie Japan Ende der 1980er Jahre). Die nicht-finanziellen Unternehmen investierten während des Aktienbooms der 1990er Jahre in wachsendem Ausmaß in Finanzvermögen statt in Realkapital, nicht zuletzt auch durch Rückkauf der eigenen Aktien (Abbildung 7). Die Diskrepanz zwischen „echtem“ Unternehmenswert und der Börsenbewertung weitete sich (noch) stärker aus als in den USA. Dementsprechend stürzte der DAX zwischen 2001 und 2003 viel stärker ab als die US-Aktien, nämlich um 70% (Abbildung 6). Dies entwertete das von den Unternehmen akkumulierte Finanzkapital, die massive Steuersenkung 2001 wurde daher nicht für Realinvestitionen, sondern zur finanziellen Konsolidierung verwendet.

Fazit

Alle in diesem Aufsatz beleuchteten Ursachen für die schwache Performance der Wirtschaft in (Kontinental)Europa, insbesondere in Deutschland, sind durch zwei Krisensyndrome verknüpft, 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, wodurch sich die Realakkumulation und das Wirtschaftswachstum nachhaltig verlangsamen.

Die in (Kontinental)Europa seit Anfang der 1990er Jahre zunehmende Dominanz des Neoliberalismus kommt 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). In der wirtschaftspolitischen Praxis wurde Deutschland in den letzten 10 Jahren zum „neoliberalen Vorreiter“ in Europa.

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, ihre 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. Also wird die Dosis erhöht.

Wenn die Therapie ein Teil der Krankheit ist, sind es die Therapeuten, die dies zuallerletzt wahrnehmen können.

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.
- Aiginger, K., The Swedish Economic Model, mimeo, Wien, 2007.
- Hein, E., Menz, J.-O., Truger, A., „Warum bleibt Deutschland hinter Schweden und dem Vereinigten Königreich zurück? Makroökonomische Politik erklärt den Unterschied“, IMK Report, Nr. 15/2006 (November), IMK in der Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.
- Mankiw, N. G., „U.S. Monetary Policy during the 1990s“, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8471, Cambridge, MA, 2001.
- Marterbauer, M., Wem gehört der Wohlstand?, Perspektiven für eine neue österreichische Wirtschaftspolitik, Verlag Zsolnay, 2007.
- 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, Stephan (2000): Globalization without Global Money: the Double Role of the Dollar as National Currency and as World Currency“, in: Journal of Post Keynesian Economics, 2000, Vol. 22, No. 3, 365-395.
- 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 (Hrsg.), Finanzpolitik in der Kontroverse, Metropolis-Verlag, Marburg 2004, 23-70.
- Schulmeister, S., Purchasing Power Parities, Exchange Rates and International Price Competitiveness, Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung, Wien, 2005.
- Schulmeister, S., „The Interaction between Technical Currency Trading and Exchange Rate Fluctuations“, Finance Research Letters Vol. 3, No. 3, 2006, 212-233.

Schulmeister, S., „Finanzspekulation, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung“, Intervention, Heft 1/2007.

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

Tichy, G., „Die „Neue Unsicherheit“ als Ursache der europäischen Wachstumsschwäche“, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 6(3), 2005, 385-407.

Anmerkungen

- 1) 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).
- 2) 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.
- 3) 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 Dollar 2004 auf Basis des BIP 1,15, auf Basis von Sachgütern aber nur 0,98 (bei einem Wechselkurs von 1,24 war daher der Euro 2004 auf Basis von Sachgütern um 26,4% überbewertet, auf Basis des BIP aber nur um 8,3%). Zur Berechnung von Kaufkraftparitäten auf Basis unterschiedlicher Waren- und Dienstleistungskörbe siehe Schulmeister, 2005.
- 4) Dieser Abschnitt folgt in gekürzter Form Schulmeister (2007).
- 5) Zum Zusammenhang zwischen Realakkumulation, Finanzakkumulation, Aktienkursen und Börsenwerten der nicht-finanziellen Unternehmen in den USA und Deutschland seit 1960 siehe Schulmeister (2003).
- 6) Zur Unterscheidung zwischen diesen beiden Ausprägungen einer Marktwirtschaft und zu den Ursachen für den Wechsel von realkapitalistischen zu finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen in den 1970er Jahren siehe Schulmeister, 2004.