MAKROSKOP
Magazin für Wirtschaftspolitik

Eine Welt ohne Zins – 2

Von Heiner Flassbeck | 13.02.2019 (editiert am 25.02.2019)

Die Welt ohne Zins zeigt, dass sich im marktwirtschaftlichen System entscheidende Veränderungen ergeben haben. Sie zu erkennen, ist aber offensichtlich nicht leicht.

Im ersten Teil hatte ich argumentiert, das die Bewegungen der Zinsen fast ausschließlich von den Notenbanken gemacht werden, weil die Privaten einfach keine Möglichkeit haben, das zu ändern, was für den Preis am Kapital- oder Geldmarkt entscheidend ist – nämlich das gesamte Angebot oder die gesamte Nachfrage. Was immer die privaten Akteure tun, es verändert bei einer konsequent gesamtwirtschaftlichen Betrachtung die Angebots-Nachfragekonstellation an den Finanzmärkten nicht. Nur von außen, von einer Institution, die agieren kann, ohne Rückkopplungen auf die Einkommenssituation anderer Gruppen in der Volkswirtschaft auszulösen, kann man wirklich gesamtwirtschaftliche Veränderungen über das Zinsniveau auslösen.

Das gilt übrigens auch für die Fiskalpolitik. Agierte der Staat ohne jede Unterstützung der Zentralbank, verbliebe er in gleicher Weise wie die übrigen Akteure in einem einzelwirtschaftlichen Kontext, der es ihm nicht erlaubte, die gesamtwirtschaftlich relevanten Größen wie Einkommen und Produktion zu beeinflussen. Müsste der Staat, um die Wirtschaft anzuregen, tatsächlich mit den Privaten bei der Aufnahme von Kapital konkurrieren, könnte er die wirtschaftliche Entwicklung nicht systematisch beeinflussen. Denn dann wäre es in der Tat so, dass die von ihm ausgelöste Kreditnachfrage den Zins erhöhen würde – jedenfalls im Vergleich zu einer Situation, wo er weniger nachfragt – und man könnte nicht mit Sicherheit vorhersagen, ob die expansive Maßnahme die Lage wirklich verbessert. Das ist nicht leicht vorstellbar, aber man muss immer dazu denken, dass eine

Abstinenz des Staates ja zu einer Zinssenkung führen würde, die private Ausgaben anzuregen in der Lage wäre.

Die Notenbank ist omnipräsent und niemals neutral

Doch solche Überlegungen sind von vorneherein müßig, weil es in einer Geldwirtschaft einfach keine Situation gibt, in der die Notenbank abstinent oder gar absent ist. Tatsächlich kann man die Wirtschaft niemals analysieren, ohne die Aktionen oder Reaktionen der Notenbank hinzuzudenken. Die Geldpolitik kann eben, wie Friederike Spiecker und ich schon in unserem Buch „Das Ende der Massenarbeitslosigkeit" gezeigt haben, niemals neutral sein (Seite 167). Das Potenzial einer Volkswirtschaft, wie man ihre Entwicklungsmöglichkeiten gerne nennt, ist nicht einfach gegeben, sondern nur unter Einschluss einer bestimmten Art von Geldpolitik gegeben, was heißt, dass die Geldpolitik immer Einfluss auf die Entwicklungsmöglichkeiten einer Volkswirtschaft nimmt.

Sicher gibt es „theoretische" Konstruktionen, die unterstellen, es gebe einfach keine Geldpolitik oder die Geldpolitik sei „neutral". Doch das ist – auch wenn es einhundert Nobelpreisträger schreiben - einfach Unsinn. Die Geldpolitik ist in einer Geldwirtschaft nicht wegzudiskutieren und alle Versuche, eine neutrale Geldpolitik zu definieren, sind kläglich gescheitert. Neutral ist die Geldpolitik nämlich genau dann, wenn sie auf die lange Sicht keinen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung hat. Doch das ist unmöglich, da sie sich ja nicht selbst wegdefinieren kann. Es hat sie von Anfang an gegeben und folglich hat sie von Anfang an Einfluss genommen.

Das einzige, was der verzweifelte Theoretiker tun kann, ist „anzunehmen", dass es „vorgezeichnete" Entwicklungen gibt, die sich vollziehen, was immer die Geldpolitik tut. Nur, wer ist heute wirklich noch so naiv, daran zu glauben, es gebe einen (von wem?) vorgezeichneten Wirtschaftsverlauf, an den sich kluge Zentralbanker genauso anpassen können, dass das „natürliche" Ergebnis eintritt? Das neutrale „Geldangebot", von dem die Monetaristen träumten, gibt es nicht (wie hier z.B. gezeigt). Erstaunlich ist es freilich schon, dass auch kluge Zentralbanker, die selbst eine vernünftige Geldpolitik gemacht haben, sich nicht vom Dogma des „letztlich" vom Markt bestimmten Gleichgewichtszinses lösen können (wie etwa Ben Bernanke hier in wirklich „klassischer" Weise).

Aber auch der sogenannte Keynesianismus hat sich über Jahrzehnte am Zinsphänomen mit mehr als zweifelhaftem Erfolg abgearbeitet. Aus der originären Analyse von Keynes machte man sehr schnell ein System, das mit IS-LM beschrieben wurde und ebenfalls den Eindruck erweckte, es gebe Gleichgewichte an den Finanzmärkten, die weitgehend unabhängig von der Zentralbank seien. Doch es gibt, wie hier und hier in aller Ausführlichkeit gezeigt, weder eine IS noch eine LM-Kurve. Gerade die LM-Kurve ist der Versuch, ein Geldangebot zu definieren, das in irgendeiner Weise vorgegeben ist. Ich will die Kritik daran hier nicht im Detail wiederholen, aber es lohnt, sich immer wieder neu vor Augen zu führen, wie weit dieser „Keynesianismus" von einer intelligenten Interpretation und einer Fortführung der ursprünglichen Idee von Keynes entfernt war und ist.

Was ist nach 2009 geschehen?

Was nach der globalen Finanzkrise geschehen ist, kann man nur verstehen, wenn man sich von den

herkömmlichen Dogmen der neoklassischen Theorie wie des Großteils der keynesianischen Theorie vollständig abkoppelt. Gemeinsam ist nämlich beiden Theorierichtungen, dass sie nicht nur die Geld- und Kapitalmärkte, sondern auch den Arbeitsmarkt als normalen Markt betrachten, wo mit Hilfe eines (flexiblen) Preises der Ausgleich von Angebot und Nachfrage zustande gebracht wird.

In der Finanzkrise kam über vielfältige Prozesse der Nachfrageeinschränkung zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Paradoxerweise geschah das, obwohl die Löhne schon vor der Krise nur sehr schwach gestiegen waren. Es gab also nicht die Situation einer realen Überhitzung, auf die Notenbanker getrimmt sind, in der auf dem Höhepunkt eines Aufschwungs Inflationsgefahr besteht, weil die Löhne bei geringer Arbeitslosigkeit kräftig steigen, was nachfrageseitig wie kostenseitig einen Druck auf die Unternehmen ausübt, die Preise zu erhöhen. Dieses normale „Phillipskurvenszenario" war lange vorher schon durchbrochen worden. Denn in vielen Ländern hatte man die Gewerkschaften seit den 70er Jahren systematisch geschwächt. Und vor allem hatte man von Seiten der Notenbanken dafür gesorgt, dass es zu keiner Annäherung an Vollbeschäftigung mehr kam und daher eine Situation mit Inflationsgefahr im Konjunkturzyklus gar nicht mehr erreicht wurde.

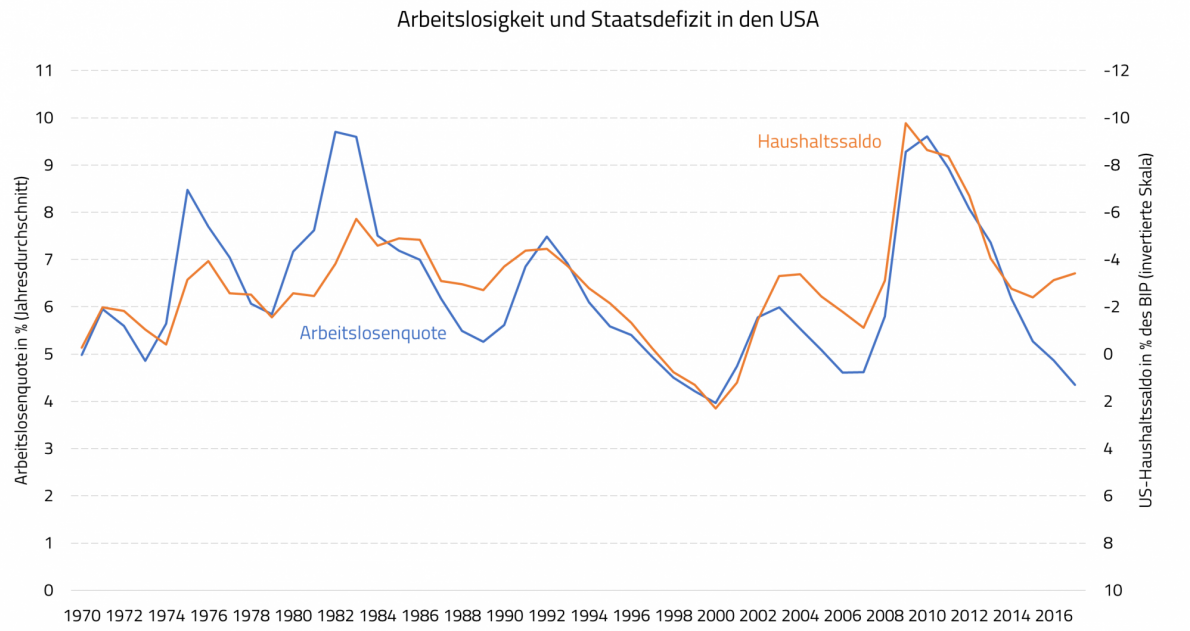
Der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Gefolge der Finanzkrise löste also Lohndruck nach unten aus in einer Situation, in der die Löhne gar nicht besonders stark gestiegen waren. Weniger steigende oder gar sinkende Löhne sind aber auf globaler Ebene niemals ein Beitrag zur Beseitigung der Arbeitslosigkeit, sondern verschärfen die Lage am Arbeitsmarkt. Genau dadurch kommt es früher oder später zu deflationären Tendenzen, die den Notenbankern, die positive Inflationsziele haben, einen Schrecken in die Glieder jagen. Weil sie weiter an einen Zusammenhang à la Phillipskurve glauben, tun sie alles, um die Konjunktur zu beleben und auf diese Weise die alte Relation von wirtschaftlicher Entwicklung und Inflationsdynamik wiederherzustellen.

Was sie nicht verstehen, ist die Tatsache, dass durch die schwache Lohnentwicklung der klassische Mechanismus unterbrochen ist, nämlich über Zinssenkungen mehr Investitionen auszulösen. Die Unternehmen reagieren nur dann in der von den Notenbanken traditionell erwarteten Weise, wenn sich ihre Nachfragesituation nach der Krise rasch bessert, was aber nicht der Fall ist, wenn neben der Arbeitslosigkeit auch eine säkulare Lohnschwäche auf den Einkommen der Arbeitnehmer lastet. Folglich sparen die Unternehmen lieber oder kaufen Aktien zurück, um ihre Aktionäre reicher zu machen, statt das zu tun, wozu eine Marktwirtschaft sie wirklich braucht, nämlich in Sachanlagen zu investieren.

Nur expansive Fiskalpolitik kann helfen

In der Situation kann nur eine extrem expansive Fiskalpolitik die Wende bringen. Die USA haben im letzten Aufschwung genau das getan. Wie die Abbildung 1 zeigt, waren sie diesmal – im Gegensatz zu früheren Zyklen – bereit, auch eine extrem hohe Neuverschuldung einzugehen, um die wegen der Lohnschwäche schleppende Konjunktur in Gang zu bringen. Das ist ihnen auch gelungen, die Arbeitslosigkeit fiel auf einen Wert, der ganz nahe an Vollbeschäftigung liegt. Nur das hat es der amerikanischen Notenbank erlaubt, zögerlich die Zinsen wieder anzuheben und den Anschein zu erwecken, das alte Zyklenmuster sei weiter gültig.

Abbildung 1



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Zuletzt hat sich die Regierung Trump selbst von dem „bewährten" Muster der traditionellen antizyklischen Fiskalpolitik gelöst und höhere Defizite zugelassen, obwohl die Arbeitslosigkeit klar weiter sank. Die FAZ bringt das zum Schaudern, aber selbst sie muss zugestehen, dass die Zinsverhältnisse heute so sind, dass man Schulden des Staates nicht einfach verdammen kann (hier). Dass genau diese Politik notwendig war, weil die Unternehmen auch jetzt in den USA noch nicht wieder die Rolle des Investors und wichtigsten Schuldners übernommen haben, sondern per Saldo sparen, ist allerdings noch nicht bis in die höchsten Ränge der amerikanischen Ökonomen vorgedrungen.

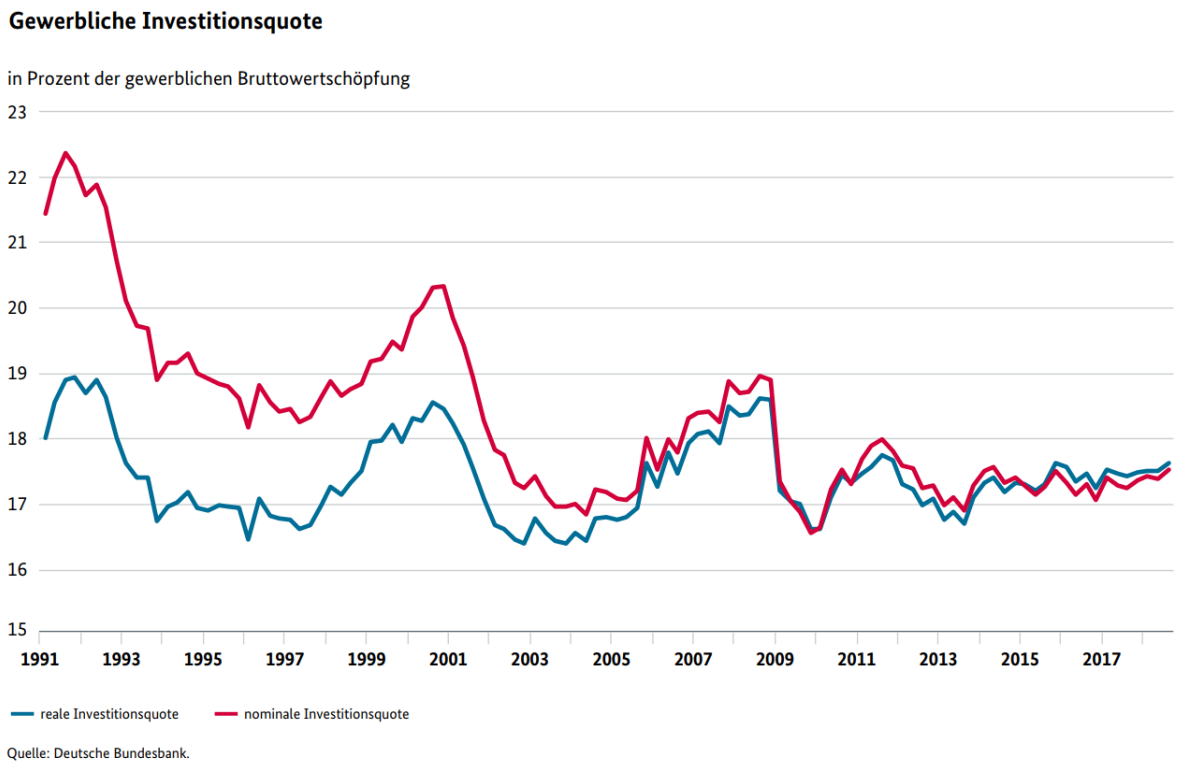
In Europa gab es nichts dergleichen. Weil man sich in den europäischen Verträgen in Sachen Staatsdefizite in einer Weise gebunden hatte, die in der neuen Welt geringer Einkommenserwartungen der Masse der Bevölkerung vollkommen unangemessen war, fiel Europa in die Deflationsfalle und hat sich bis heute (bis zum Beginn einer neuen Rezession!) daraus nicht befreien können. Das ist grandioses intellektuelles Versagen eines ganzen Kontinents, dessen geistige Wurzeln jedoch eindeutig in Deutschland zu suchen sind (wie hier gezeigt). Man muss sich nur anschauen, was der ehemalige deutsche Chefvolkswirt der EZB, Jürgen Stark jüngst wieder zum Besten gegeben hat, um zu verstehen, wo die Wurzeln des europäischen Übels liegen (hier in der NZZ).

Steady State oder Stagnation wegen Dummheit?

In Deutschland kann man das ganze Elend der neoliberal-neoklassischen Wirtschaftspolitik leicht auf einen Punkt bringen. Der Bundeswirtschaftsminister hat im Jahreswirtschaftsbericht 2019, sicher ohne es zu wollen und zu verstehen, genau diesen Punkt gebracht. In Anlehnung an ein Bild aus dem Monatsbericht vom Januar 2018 der Deutschen Bundesbank (dort auf Seite 16) versucht er mit der

folgenden Abbildung 2 (Originalbild des BMWi, hier zu finden auf Seite 70) zu zeigen, dass sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen im langjährigen Durchschnitt in realer Rechnung nicht abgeschwächt hat.

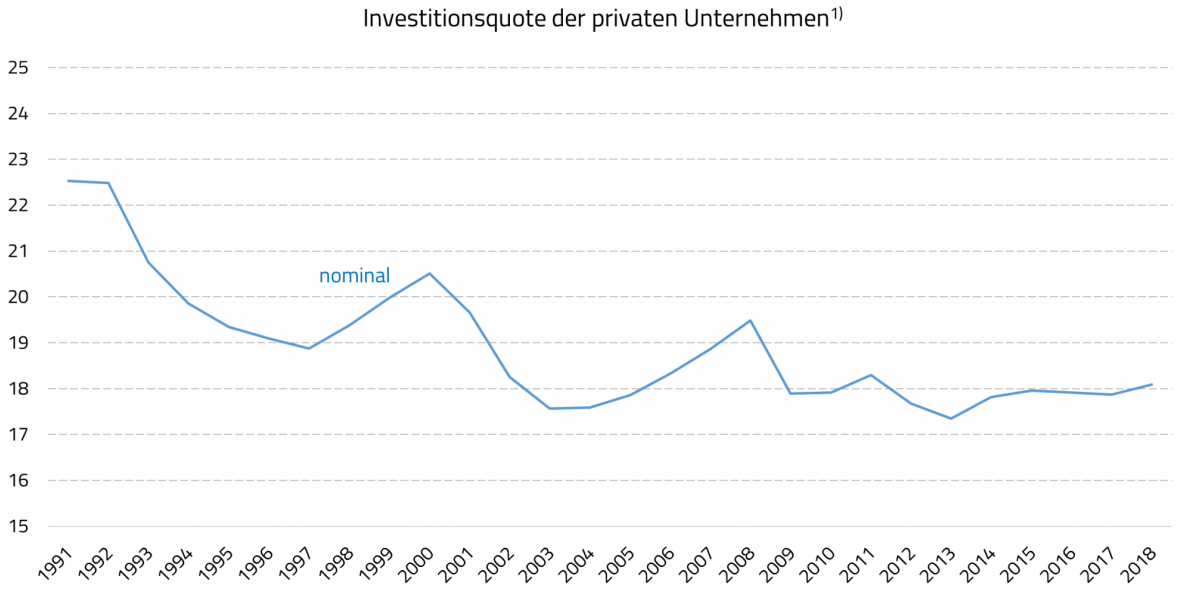
Abbildung 2



Wir haben versucht, anhand der amtlichen Daten diese Graphik nachzuvollziehen, es ist uns (Friederike Spiecker gebührt an der Stelle Dank für umfangreiche Rechnungen) aber nicht gelungen. Das Auseinanderlaufen von realer und nominaler Rechnung ist erklärungsbedürftig, weil sich normalerweise die Preise des Nenners (der Bruttowertschöpfung) nicht weit von denen des Zählers (der Investitionen) entfernen. In allen aggregierten Reihen, in denen die Wohnungswirtschaft ausgeschlossen wird, laufen nominale und reale Quote ganz dicht beieinander (wir kommen auf diese Problematik noch einmal gesondert in einem späteren Beitrag zurück).

Die Abbildung 3 zeigt (in Jahreswerten, nicht in Vierteljahreswerten wie beim BMWi), was wir für eine ehrliche Abbildung der für den zukünftigen Kapitalstock entscheidenden Investitionstätigkeit der deutschen Unternehmen halten. Hier gibt es keinen langfristigen Durchschnitt, der gehalten wird, sondern es gibt eine Abwärtsbewegung und zuletzt (seit 2014) ein Niveau, das nur unwesentlich über dem Tiefpunkt von 2013 liegt. Wohlgemerkt, am Ende dessen, was in Deutschland ein Aufschwung oder gar ein Boom genannt wird, ist die Investitionsquote nicht höher als am Tiefpunkt der Krise von 2008/2009.

Abbildung 3



[1)] Bruttoanlageinvestitionen (neue Anlagen) im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung der privaten Unternehmen ohne Grundstücks- und Wohnungswesen. Wert für 2018 berechnet mit Hilfe der Bruttoanlageinvestitionen (alle Anlagen) der nichtstaatlichen Sektoren ohne Wohnbauten.

Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen.

Das ist für die sogenannte Angebotspolitik, die in Deutschland seit Mitte der 70er Jahre die Hirne blockiert und seit 1982 praktiziert wurde, der absolute Offenbarungseid. Der Zyklus der Konjunktur und der Investitionen ist tot, aber nicht in dem Sinne, dass es eine gleichmäßige aufwärts gerichtete Entwicklung gäbe, sondern im Sinne von Stagnation. Gab es vor der Jahrtausendwende und vor der globalen Finanzkrise wenigstens noch Investitionskonjunkturen, also Phasen, in denen die Investitionen deutlich stärker stiegen als das BIP (oder die Bruttowertschöpfung), so bleibt diesmal jede Investitionskonjunktur aus. Geht es in der jetzt beginnenden Rezession mit den Investitionen stärker abwärts als mit der Bruttowertschöpfung, wird sich ein neues historisches Tief ergeben.

Die Beamten im Bundeswirtschaftsministerium haben wohl geahnt, dass sich auch mit ihrer Graphik kein wirklicher Optimismus begründen lässt, und schreiben dazu:

> „Der Anteil der realen gewerblichen Bruttoanlageinvestitionen an der jeweiligen Bruttowertschöpfung, die gewerbliche Investitionsquote, hat sich im Gegensatz zu früheren Konjunkturzyklen relativ konstant nahe am historischen Durchschnitt gehalten (vgl. Schaubild 18). Dies dürfte daran liegen, dass sich die Investitionen in einem Spannungsfeld zwischen niedrigen Finanzierungskosten und erhöhter Unsicherheit befinden, sodass sich kein starker Investitionsaufschwung ergeben hat."

Das Letzte stimmt, die Unsicherheit muss wohl groß gewesen sein. Nur: Warum war die Unsicherheit so groß in einer Welt, in der die Wirtschaftspolitik sich seit vierzig Jahren um nichts anderes bemüht,

als den Unternehmen das Leben so angenehm wie möglich zu machen? Die Steuern wurden massiv gesenkt, die Löhne wurden mit staatlicher Hilfe gedrückt und die Regulierungen wurden zurückgefahren. Dennoch ist genau das nicht eingetreten, was das einzige Versprechen dieser „Theorie" war, nämlich eine Investitionstätigkeit als Selbstläufer. Offensichtlich war die Theorie, auf der diese Politik beruhte, ganz grundlegend falsch.

Fazit

Wenn schon die europäische Vorzeigewirtschaft Deutschland so wenig zustande gebracht hat, braucht man keine empirische Evidenz mehr, um zu wissen, dass die letzten zehn Jahre in der EWU eine schlichte Katastrophe waren. Die Welt ohne Zins, die von der EZB geschaffen wurde, war zweifellos berechtigt, aber wir sind weit davon entfernt, verstanden zu haben, wie schlimm die dahinter stehende Entwicklung war und was daraus folgt. Angesichts der eklatanten Nachfrage- und Investitionsschwäche bei gleichzeitig deflationärer Lohnentwicklung musste die EZB zu radikalen Maßnahmen greifen. Und sie wird auch nicht umschwenken können, bevor der Kern der Problems, die zu schwache Nachfrage der privaten Haushalte, beseitigt ist.

Aus diesen Entwicklungen folgt, dass der Staat derzeit und in absehbarer Zukunft die Rolle der Unternehmen als wichtigster Investor und Schuldner übernehmen muss. Es folgt aber auch, dass der Staat in die Lohnentwicklung eingreifen muss, wenn immer sich Fehlentwicklungen wie in der Finanzkrise zeigen. Auch das Verhalten der Unternehmen gegenüber ihren Aktionären kann in Anbetracht der Investitionsschwäche nicht einfach hingenommen werden. Aktienrückkäufe sollten glatt verboten werden.

Weiterhin folgt, dass die Rolle der Zentralbanken vollkommen anders gesehen werden muss. Da es kein neutrales Geld gibt, gibt es auch keine neutrale Institution, die für dieses neutrale Geld sorgen könnte. Geldpolitik ist Teil der Wirtschaftspolitik, und das wird man früher oder später auch explizit anerkennen müssen. Es ist eben falsch zu sagen, wie das gerade in Italien wieder passiert, jede Intervention der Politik in die Belange der Zentralbank sei gewissermaßen ein Verstoß gegen die Spielregeln der Marktwirtschaft.

Sie wollen den Schiedsrichter kaufen, sagt der frühere Ministerpräsident Letta und meint damit, die („populistische") Regierung wolle Einfluss auf die Zentralbank nehmen (hier). Das zeigt die Konfusion sehr schön. Die Zentralbank ist eben nicht der Schiedsrichter, sondern ist von Anfang an in jedem Spiel ein Mitspieler, der sich für Fehler und Missgriffe genauso zu verantworten hat wie jeder andere. Wer die Zentralbank nicht in eine neue rationale Wirtschaftspolitik voll miteinbezieht, hat schon verloren, bevor er überhaupt begonnen hat.

Über den Autor

Heiner Flassbeck ist Honorarprofessor an der Universität Hamburg, war Chef-Volkswirt der UNCTAD und Staatssekretär im BMF.
Seine Hauptarbeitsgebiete sind die Globalisierung, die Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung und Geld- und Währungstheorie.

Veröffentlicht am: 13.02.2019 | Editiert am: 25.02.2019
Erschienen unter: https://makroskop.eu/2019/02/eine-welt-ohne-zins-2/