

Unser Geldsystem XXI – Der Zins (6)

Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 16.06.2014 (editiert am 25.05.2016)

Im [vorigen Teil](#) haben wir empirisch gezeigt, dass es einen entscheidenden Bruch in den Grundbedingungen für Wachstum in den westlichen Volkswirtschaften gibt. Vor 1980, insbesondere aber in den Jahren des Bretton Woods Abkommens (also bis Anfang der 70er Jahre), herrschten geldpolitisch vollkommen andere Bedingungen als nach dem Beginn der monetaristischen Revolution. Damit erweist sich jede Pauschalisierung im Sinne einer Durchschnittsbehandlung der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg von vorneherein als verfehlt. Wer Schlussfolgerungen zieht, die sich auf empirische Ergebnisse für diesen gesamten Zeitraum oder noch größere Zeiträume beziehen (wie das etwa Thomas Piketty tut), kann nur zufällig, nicht aber systematisch richtig liegen.

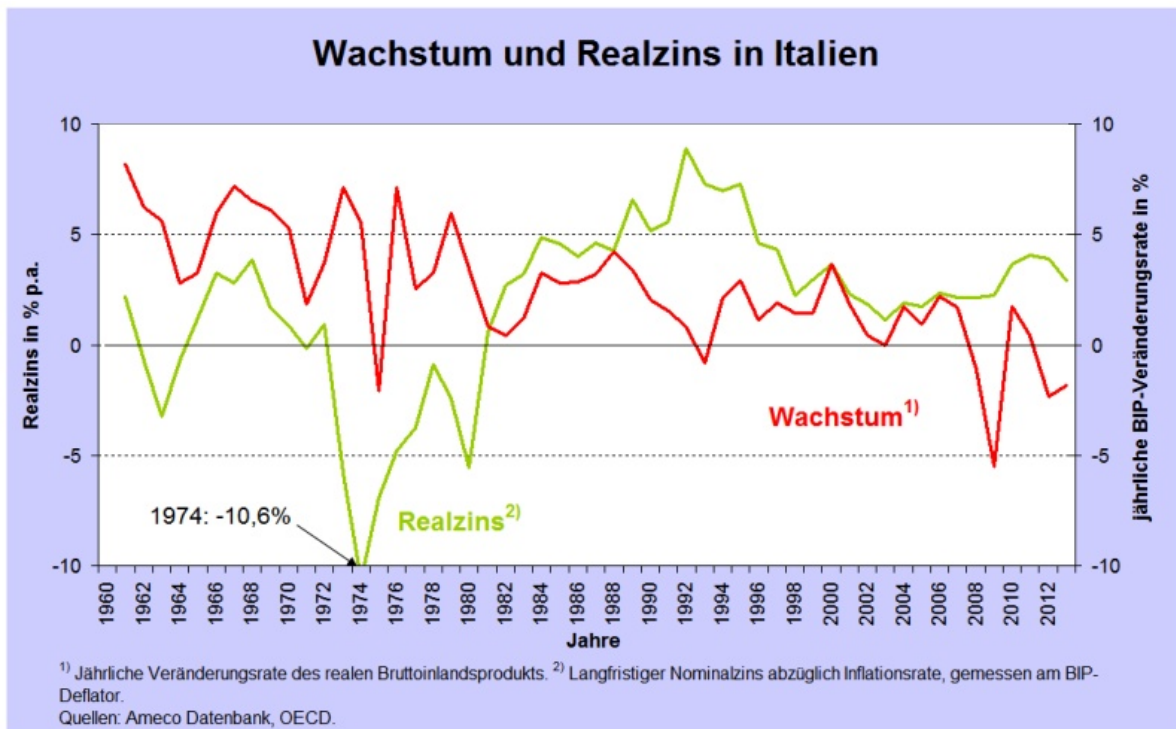
Auch allen „strukturellen“ Erklärungen der Wachstumsabschwächung in der gesamten westlichen Welt ist damit der Boden entzogen. Solche Erklärungen reichen von Veränderungen in der Bevölkerungsstruktur über dadurch induzierte Änderungen im Bildungssystem bis hin zur Globalisierung an sich und technischen Veränderungen bzw. dem Mangel an technologischen Revolutionen. Keiner dieser Faktoren ist aber in den großen Industrieländern zeitlich so parallel und quantitativ so bedeutsam und abrupt eingetreten, dass er mit den Veränderungen seit Beginn der 80er Jahre wirklich einigermaßen stringent empirisch korreliert oder gar zu einer theoretischen Herleitung seiner kausalen Wirkung in Hinblick auf das Wachstum taugt.

Mit der Zins-Wachstums-Relation dagegen haben wir eindeutig einen Faktor identifiziert, der zum einen unzweifelhaft von großer Bedeutung für die Entwicklung einer Marktwirtschaft ist, was theoretisch gut zu erklären und empirisch unschwer nachweisbar ist, und der zum anderen in allen Industrieländern mehr oder weniger gleichzeitig einem Wechsel unterlag. Dass dieser Faktor obendrein direkt wirtschaftspolitisch beeinflussbar war und ist, macht ihn so wichtig für eine Analyse, die nach Erklärungen für vergangene ökonomische Krisen und nach Auswegen aus dem gegenwärtigen Desaster sucht.

Wir liefern noch die Daten für Italien und Großbritannien, bevor wir aus der Empirie Schlussfolgerungen ziehen. Italien hat es seit Beginn der 80er Jahre besonders schlimm erwischt (vgl. Abbildung 1). In den 60er Jahren waren die Realzinsen mit durchschnittlich ungefähr 1 Prozent im Vergleich zu Westdeutschland (durchschnittlich über 3 Prozent) eher moderat und begleitet von höherem Wachstum als in der Bundesrepublik (über 5½ Prozent durchschnittliches jährliches Wachstum gegenüber knapp 4 ½ Prozent). In der darauf folgenden, fast zehn Jahre anhaltenden Phase stark negativer Realzinsen

blieb das durchschnittliche jährliche Wachstum in Italien mit 4 Prozent vergleichsweise ausgeprägt (Westdeutschland verzeichnete lediglich knapp 3 Prozent).

Abbildung 1



Zwar waren die Inflationsraten massiv höher als in Deutschland – sie bewegten sich zwischen 1973 und 1984 durchgehend im zweistelligen Bereich mit einem Maximum von 20 Prozent in den Jahren 1974 und 1980, worauf die italienische Geldpolitik mit kurzfristigen Nominalzinsen ebenfalls im zweistelligen Bereich reagierte (das Maximum 1981 betrug 19 Prozent). Aber diese Reaktion fiel viel kleiner aus als in dem deutlich preisstabileren Westdeutschland: Die italienischen Realzinsen lagen in den 70er Jahren bei durchschnittlich -4 Prozent, in Westdeutschland hingegen bei +3 Prozent. Die weit verbreitete Ansicht, dass hohe Inflationsraten das reale Wachstum mehr behindern als niedrigere, erweist sich angesichts dieser Datenlage als zumindest fragwürdig. Dass jedoch hohe Realzinsen das Wachstum mehr bremsen als niedrige oder gar negative, diese Ansicht findet sich hier bestätigt.

Aber auch Italien geriet in die Zone hoher Realzinsen, als es nämlich als Mitglied des 1979 gegründeten Europäischen Währungssystems (EWS) seine nationale Geldpolitik auch in Hinblick auf die Wechselkursentwicklung der italienischen Lira gestalten musste. In einem Währungsverbund mit wesentlich preisstabileren Ländern bedeutete das, dass Italien seine Inflationsrate an die dieser preisstabileren Länder, allen voran an Deutschland, anpassen und dafür einen deutlich restriktiveren geldpolitischen Kurs einschlagen musste als zuvor, um nicht dauernde nominale Abwertungen der Lira zu benötigen.

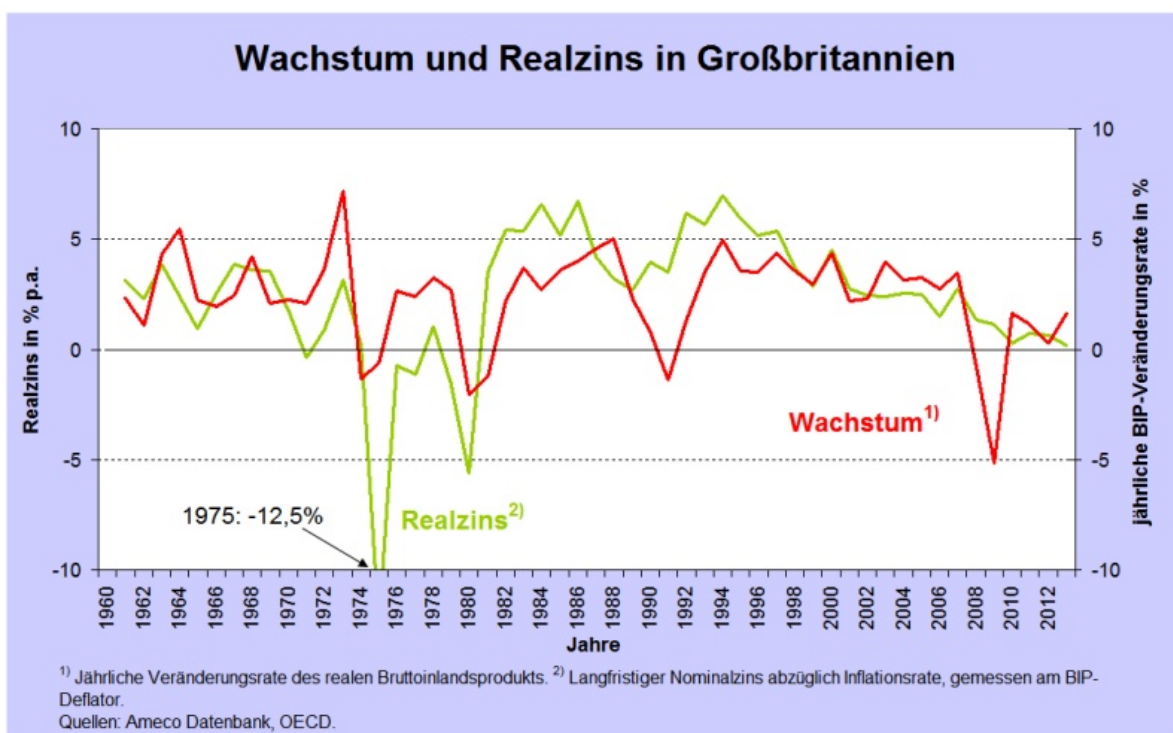
Deshalb beließ die italienische Zentralbank den kurzfristigen Nominalzins noch über die Phase zweistelliger Inflationsraten, die 1984 endete, hinaus ein weiteres Jahrzehnt, nämlich bis 1993, im zweistel-

ligen Bereich. Und tatsächlich: Die Inflationsrate sank bis 1994 auf 3 ½ Prozent, bis zum Beginn der Währungsunion sogar auf 2 Prozent. Doch der Preis dafür war ein spürbarer Rückgang der Wachstumsdynamik: Zwischen 1981 und 1998 halbierte sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate in Italien, sie betrug nur noch magere 2 Prozent und landete damit unter der (west-)deutschen. Der Realzins hatte sich von den durchschnittlich -4 Prozent in den 70er Jahren auf fast +5 Prozent im Durchschnitt der Jahre 1981 bis 1998 verschoben und so vom Wachstumsmotor in eine Wachstumsbremse verwandelt. Das Versprechen der Monetaristen, eine hohe Preisstabilität bringe mittel- bis längerfristig Wachstumskräfte in Gang, erfüllte sich nicht.

Und so ist Italien fast seit Beginn der neunziger Jahre nicht mehr aus einer Quasi-Stagnation herausgekommen, die sich mit der Weltfinanzkrise zu einer schweren Depression ausgeweitet hat. Hatte zu Beginn der neunziger Jahre Italien eine Abwertung der Lira noch einmal etwas Luft verschafft, waren seitdem die monetären Bedingungen fast durchweg schlecht und nach der Finanzkrise katastrophal.

Dagegen hat es Großbritannien geschafft, wenigstens Ende der neunziger Jahre wieder zu wachstumsfreundlicheren Bedingungen zurückzukehren, also zu einem Realzins, der immerhin leicht unter der Wachstumsrate liegt (Abbildung 2). Die Wachstumsergebnisse sind in dieser Zeit (1997 bis 2007) im Vergleich zu Italien (dort im Schnitt ein jährliches Wachstum von mageren 1,5 Prozent) nicht schlecht, sie liegen bei durchschnittlich 3,2 Prozent.

Abbildung 2



Großbritannien konnte in den sechziger Jahren im Vergleich zu den anderen Ländern weniger von der expansiven amerikanischen Geldpolitik profitieren, die weltweit die Zinsen in erheblichem Maße bestimmte. Der Realzins lag im Vereinigten Königreich damals mit durchschnittlich 2,8 Prozent höher als der französische (2,0 Prozent) oder gar der italienische (1,1 Prozent) und ähnlich hoch wie der

deutsche (3 Prozent). Das britische Wachstum fiel niedriger aus als in Kontinentaleuropa, es betrug in diesem Jahrzehnt jährlich im Schnitt nur 2,8 Prozent (Frankreich und Italien 5,7 Prozent, Deutschland 4,4 Prozent). In den 70er Jahren, in denen Großbritanniens Realzinsen – anders als die deutschen – negativ wurden (im Schnitt lagen sie bei -1,4 Prozent), nahm der Abstand zur Entwicklungskraft der anderen europäischen Länder ab, auch wenn sich Großbritannien den mit den beiden Ölpreiskrisen verbundenen realwirtschaftlichen Einbrüchen ebenso wenig entziehen konnte wie die Kontinentaleuropäer. Im Schnitt der Jahre 1970 bis 1980 verzeichnete das Vereinigte Königreich ein jährliches Wachstum von 2 Prozent.

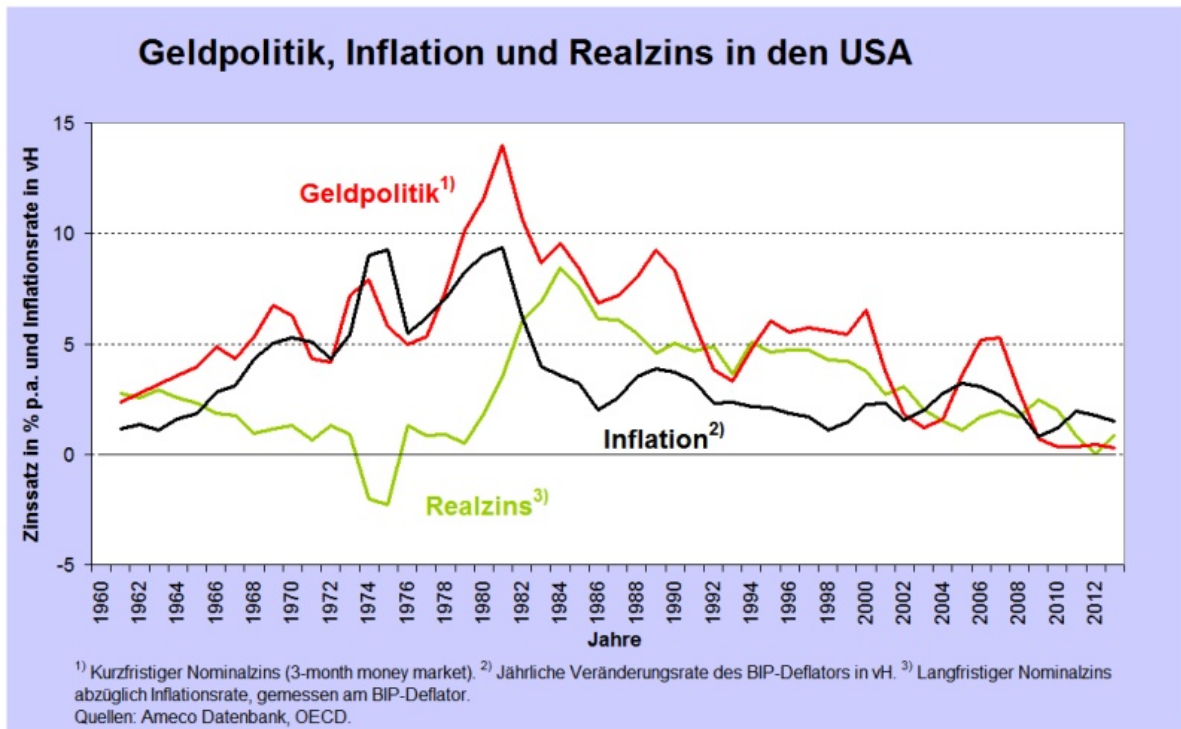
Die Phase, in der die Realzinsen über der Wachstumsrate lagen (1981 bis 1998), war deutlich kürzer als in Frankreich (1980-2003), Italien (1981 bis 2006) und Deutschland (1980-2005) und der Abstand zwischen Zins und Wachstum geringer. Das Wachstum lag in dieser Zeit mit durchschnittlich 3,1 Prozent klar über dem in Frankreich (2,1 Prozent), Italien (2,0 Prozent) und sogar Deutschland (1981 bis 1991 in Westdeutschland 2,8 Prozent, 1991 bis 1998 in Deutschland 1,3 Prozent).

Seit der Finanzkrise sind in Großbritannien die Realzinsen schneller gesunken als in Kontinentaleuropa, bedingt durch kräftigere Preissteigerungen als hierzulande. Eine stark restriktive Finanzpolitik drosselte allerdings das Wachstum, so dass 2012 mit 0,3 Prozent Wachstum zu einer Beinahe-Rezession kam.

Insgesamt muss man sehen, dass diese empirischen Befunde ein bedeutsames Ergebnis beinhalten: Die Politik hat sich seit den Zeiten des Wirtschaftswunders auf der ganzen Welt fundamental geändert und das System, das wir Marktwirtschaft nennen, einer schweren Belastungsprobe unterzogen. Andersherum gesagt: Das System der ersten beiden Nachkriegsjahrzehnte, das wir üblicherweise mit erfolgreicher Marktwirtschaft verbinden, war eine absolute Ausnahmeerscheinung. Weder vorher noch nachher ist es gelungen, die entscheidenden Weichen so zu stellen, dass ein von den Sachinvestitionen getragenes Wachstum möglich war, das ausgereicht hätte, allen Menschen, die arbeiten wollen, eine Beschäftigung zu bieten.

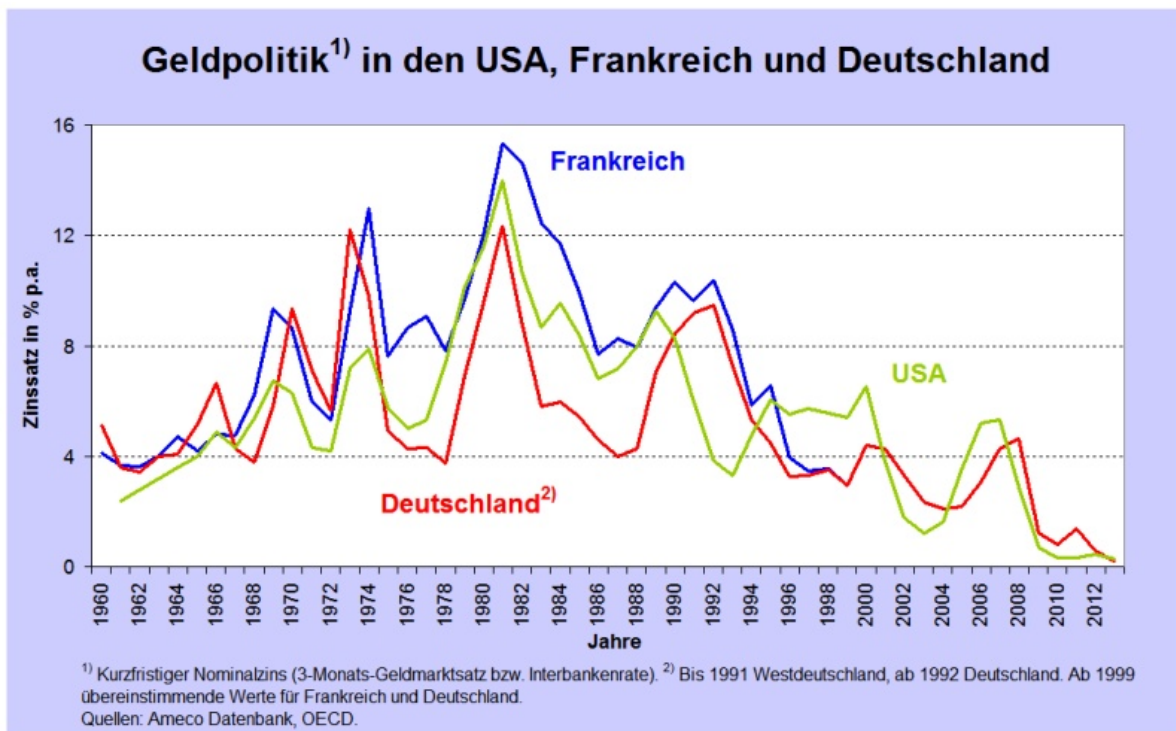
Natürlich ist in diesen Befunden nicht alles ganz direkt von der Wirtschaftspolitik induziert. Wir haben mit dem Realzins bisher eine Variable gewählt, die nicht unmittelbar von der Geldpolitik bestimmt wird. Dennoch bleibt das Ergebnis valide, wenn man wieder auf den kurzfristigen Nominalzins zurückgreift. Vergleicht man, etwa für die USA, den langfristigen Realzins mit dem kurzfristig von der Geldpolitik gesetzten Nominalzins (vgl. Abbildung 3), wird deutlich, dass in den Phasen fallender und niedriger Inflationsraten, wie sie seit Mitte der 80er Jahre zu beobachten sind, die Geldpolitik die Richtung, die der langfristige Realzins nimmt, eindeutig bestimmt.

Abbildung 3



Ein Vergleich der kurzfristigen Zinsen in den großen Wirtschaftsräumen (hier USA, Deutschland und Frankreich, vgl. Abbildung 4) zeigt, dass es einen engen Zusammenhang zwischen den großen Linien der Geldpolitik gibt. Trotz einiger national geprägten Abweichungen, die bedeutendste ist die Restriktion nach der deutschen Vereinigung im Jahre 1992, muss man konstatieren, dass die Zyklen der Geldpolitik weitgehend übereinstimmen. Insbesondere seit Beginn der Europäischen Währungsunion im Jahr 1999 lag der kurzfristige Zinssatz, den die Geldpolitik bestimmt, zwar in den ersten Jahren des Jahrhunderts unter dem der USA, danach aber reagierte die amerikanische Notenbank schneller und aggressiver auf Abschwächungen der eigenen Wirtschaft. Als historischer Irrtum muss der Zinsanstieg in Europa im Jahr 2011 gelten.

Abbildung 4



Der Bruch mit der vorherigen Entwicklung, der sich mit dem Ende des Bretton Woods Systems ergab, markiert eine Zeitenwende. Die Geldpolitik wandelte sich von dem wichtigsten Förderer der Investitionstätigkeit zum wichtigsten Bremser. Unter dem Banner der Inflationsbekämpfung wurden die Zinsen auf Niveaus angehoben, die für die wirtschaftliche Entwicklung nahezu prohibitiv waren. Um nicht missverstanden zu werden: Auch wir sind der Meinung, dass man die Inflationsentwicklung in engen Grenzen halten muss, aber man darf das eben nicht mit den Mitteln der Geldpolitik durchpauken, sondern muss einen gesellschaftlichen Konsens in dieser entscheidenden Frage suchen. Und das heißt in erster Linie, dass man die Lohnpolitik entsprechend einbinden muss.

In den Nachkriegsjahren gab es einen solchen Konsens, weil es auch politischer Konsens war, dass die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktionsergebnis unabdingbar ist. Arbeitnehmern und ihren Vertretern, die das wissen, kann man auch erklären, dass ein Überschießen der Lohnentwicklung in Richtung Inflation am Ende niemandem nutzt, sondern allen schadet. Die Fehler der Geld- und Lohnpolitik in den siebziger Jahren hatten – wir haben es in den ersten Teilen dieser Serie schon angedeutet – Folgewirkungen für die Jahrzehnte danach. Weil bei steigenden Löhnen und zugleich steigender Arbeitslosigkeit die falsche neoklassische Diagnose einer lohnbedingten Arbeitslosigkeit gestellt wurde, ergaben sich die Folgefehler in Form von Angebotspolitik, Reformpolitik im Allgemeinen und was sonst noch alles aufgeboten wurde, um ein scheinbar in seinen Mikrorelationen krankes System zu heilen.

Dass die Makrorelationen mit der neuen, national ausgerichteten Geldpolitik in allen Ländern pathologisch wurden, weil überall der monetaristische und neoklassische Virus um sich griff, wurde weder verstanden, noch wollte man es wahrhaben, weil es nicht in die Ideologie der schönen neuen radikalen Marktwelt passte.

Über den Autor

Veröffentlicht am: 16.06.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/06/abo-artikel-unser-geldsystem-xxi-der-zins-6/>