

Unser Geldsystem VIII – Die große Krise von 1992 und was man daraus für den Euro hätte lernen können

Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 20.03.2014 (editiert am 25.05.2016)

Als die achtziger Jahre zu Ende gingen, waren die Menschen in einer Reihe von Ländern in Europa und der westlichen Welt davon überzeugt, dass die Flexibilität der Wechselkurse zu erheblichen Problemen führen könnte. Die massive Aufwertung des US-Dollars und die Tatsache, dass diese Aufwertung in einer konzertierten Aktion der großen Industrieländer korrigiert werden musste (im sogenannten [Plaza-Accord](#) vom September 1985), hatten doch Zweifel an der Fähigkeit der Märkte geweckt, den richtigen Wechselkurs zu finden. Hinzu kam, dass die deutschen Gewerkschaften mit ihrer Reaktion auf die zweite Ölpreisexplosion von 1979 einen weit besseren Weg als Frankreich und Italien gefunden hatten, um Stabilität der Preise mit Wachstum zu verbinden. Daher wurde das Interesse von vielen Seiten größer, dem Ende der siebziger Jahre (von Helmut Schmidt und Valerie Giscard d'Estaing) ins Leben gerufenen [Europäischen Währungssystem \(EWS\)](#) beizutreten und von der Stabilität Deutschlands, das unwidersprochen der Anker dieses Systems war, zu profitieren.

Nachdem das EWS zunächst vor allem kleineren Ländern wie Österreich oder den Niederlanden erfolgreich eine Anbindung an die D-Mark erlaubte, erlebte es Ende der achtziger Jahre eine gewaltige Ausweitung. Frankreich stabilisierte seinen Wechselkurs zur D-Mark ab 1988 fast vollständig und Italien gelang das zur gleichen Zeit fast genau so. 1990 wurde sogar Großbritannien Mitglied des EWS. Doch das scheinbar stabile System geriet sehr bald ins Wanken und sah sich mit einer großen Krise konfrontiert, die es nicht unbeschädigt überstand. Hätte man die Geschehnisse im Detail analysiert und ernsthaft versucht, den Kern der Krise zu verstehen, wäre die Geschichte Europas anders gelaufen. Doch dem stand das monetaristische Denken vor allem in Deutschland im Wege.

Die Krise von 1992 ist so wichtig, weil sie in aller Klarheit zeigt, woran solche Währungssysteme ganz schnell scheitern können, wenn man nicht die richtigen Vorkehrungen trifft. Man hätte aus der 1992er Krise ohne weiteres die Lehren ziehen können, die zu Beginn der Europäischen Währungsunion 1999 den richtigen Weg gewiesen hätten. Doch wie so häufig gaben sich die Ökonomen mit Floskeln zufrieden wie „da sieht man, dass feste Wechselkurse nicht funktionieren“ oder „gegen große Spekulationen ist einfach nichts zu machen, außer man geht in eine Währungsunion“. Solche

Äußerungen legen nahe, dass Ökonomik von den meisten Ökonomen trotz aller Lippenbekenntnisse nicht als Wissenschaft betrieben wird. Kann man sich vorstellen, dass es ein gewaltiges Erdbeben in einem vermeintlich erdbebenfreien Gebiet gibt und dass die Geologen anschließend sofort wieder zur Tagesordnung übergehen mit dem Hinweis, dass es Erdbeben eben immer wieder gibt?

Deutschland war schwach in die achtziger Jahre gestartet, erholte sich aber zunächst dank des Abwertungsturbos gegenüber dem US-Dollar und war nach dem Börsencrash 1987 in der Lage, von den für damalige Verhältnisse sehr niedrigen Zinsen (nominal und real, vgl. Abbildung 1 und 2) zu profitieren und sein Wachstumstempo zu beschleunigen (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 1

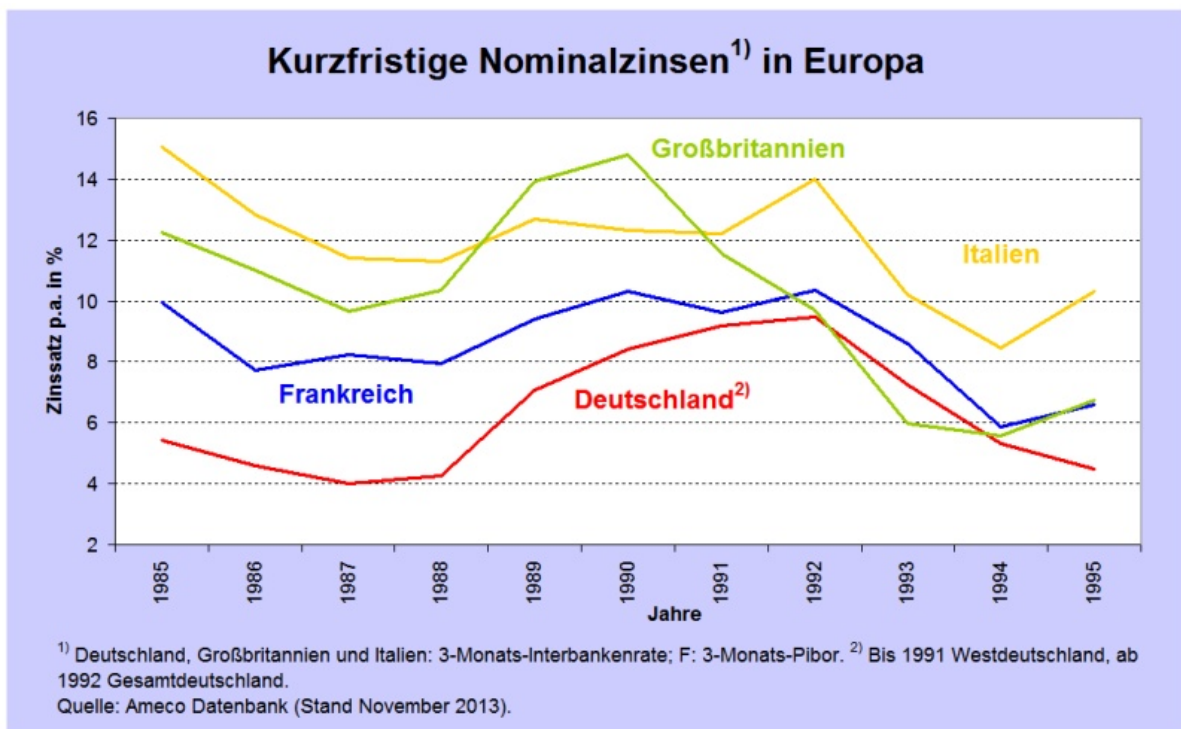
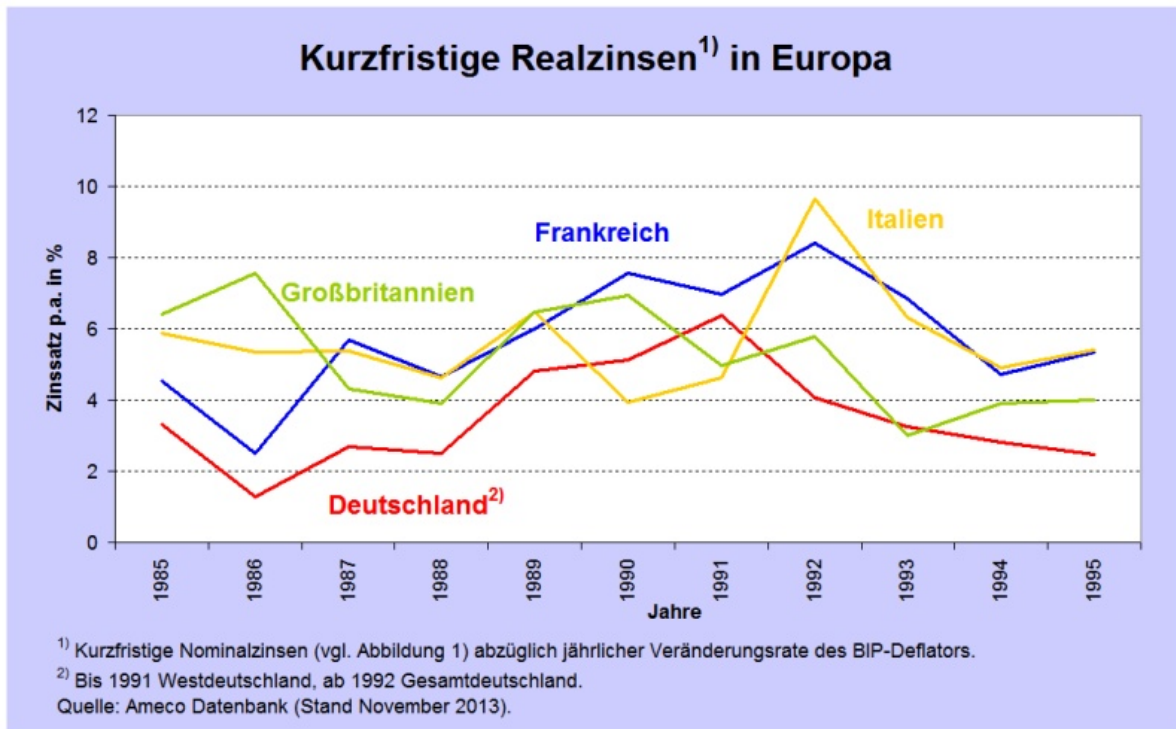
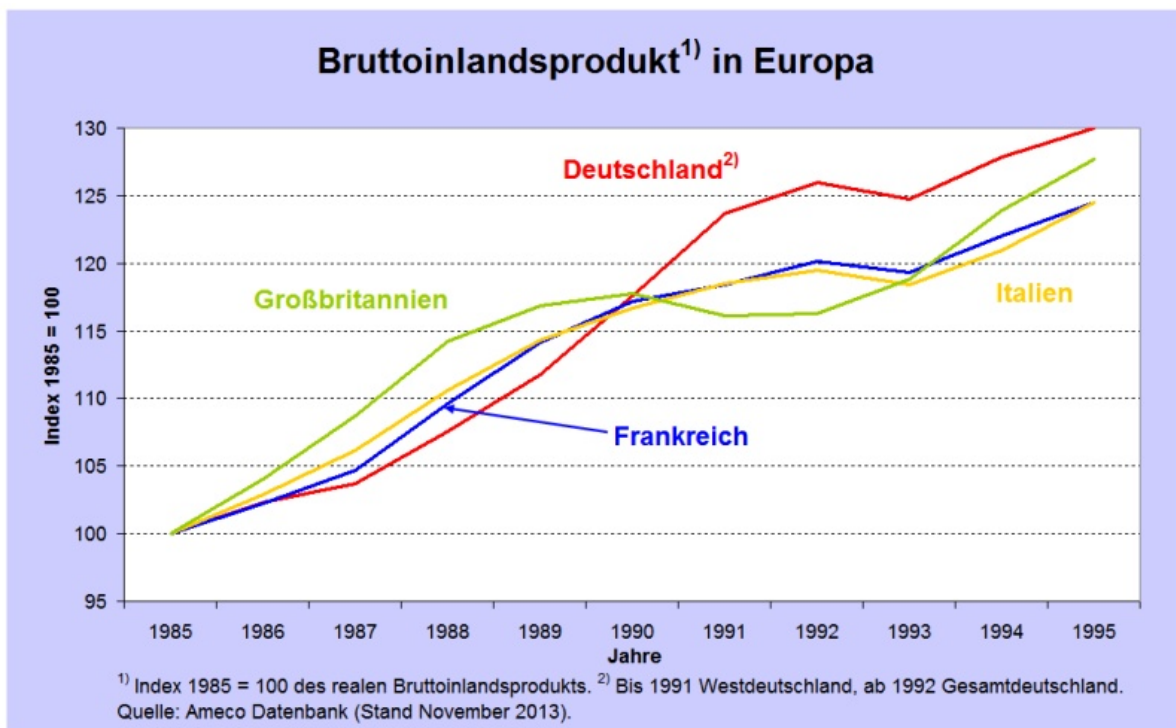


Abbildung 2



Die drei großen Länder, die sich entschlossen hatten, gegenüber Deutschland einen festen Wechselkurs zu halten, hatten nach 1987 ebenfalls noch einmal ordentliche Wachstumsraten (vgl. erneut Abbildung 3), gerieten aber bald in die Zone einer Rezessionsgefahr, als ab 1989 die kurzfristigen Zinsen stark angehoben wurden.

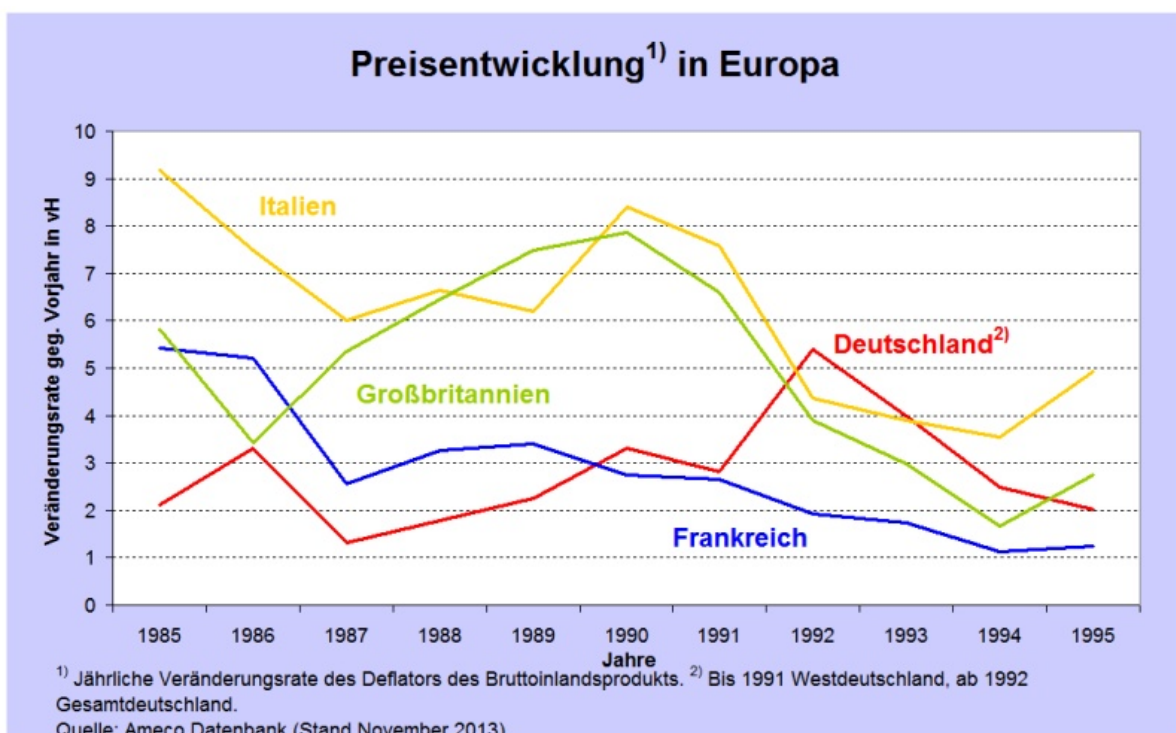
Abbildung 3



Was war geschehen? Warum schwenkten die Notenbanken so bald nach dem Schock des

Börsenkrachs wieder auf Restriktion ein? Nun, man muss sehen, dass Großbritannien trotz der „Eisernen Lady“ und ihrer ultraorthodoxen und gegen die Gewerkschaften gerichteten Wirtschaftspolitik einen nur paradox zu nennenden Boom erlebte. Dieser Boom war vom privaten Konsum getrieben und dieser schöpfte seine Kraft aus einer extremen Steigerung der Nominallöhne: Innerhalb von vier Jahren (1985 bis 1989) nahm der nominale Stundenlohn um 34 Prozent zu, also jährlich im Schnitt um $7\frac{1}{2}$ Prozent. Das konnte nicht ohne Folgen für die Preisentwicklung bleiben. Und tatsächlich legten die Verbraucherpreise so stark zu, dass der reale Stundenlohn aus Verbrauchersicht in diesen Jahren mit nur $2\frac{1}{2}$ Prozent jährlich wesentlich unspektakulärer wuchs als der nominale. Trotzdem stieg der private Verbrauch im gleichen Zeitraum real um insgesamt sagenhafte 25 Prozent (also ca. 5,8 Prozent jährlich). Das war nur in Verbindung mit einer Senkung der privaten Sparquote möglich.

Abbildung 4



Doch nicht nur die Preise aus Konsumentensicht stiegen kräftig, auch die gesamte Preisentwicklung in Großbritannien, in Abbildung 4 gemessen am Deflator des BIP, verlief rasant und erreichte bis 1990 fast 8 Prozent, was die Geldpolitik zu einer härteren Gangart veranlasste. Trotzdem waren die kurzfristigen Realzinsen in Großbritannien in den beiden inflationsstärksten Jahren 1989 und 1990 im Vergleich zu Deutschland bei weitem nicht so viel höher, wie es dem Abstand der Inflationsraten beider Länder entsprochen hätte, ja, die britischen kurzfristigen Realzinsen waren 1990 sogar absolut niedriger als die deutschen. Mit anderen Worten: Die Deutsche Bundesbank verfolgte einen wesentlich restriktiveren Kurs mit ihrer Geldpolitik als die Bank of England.

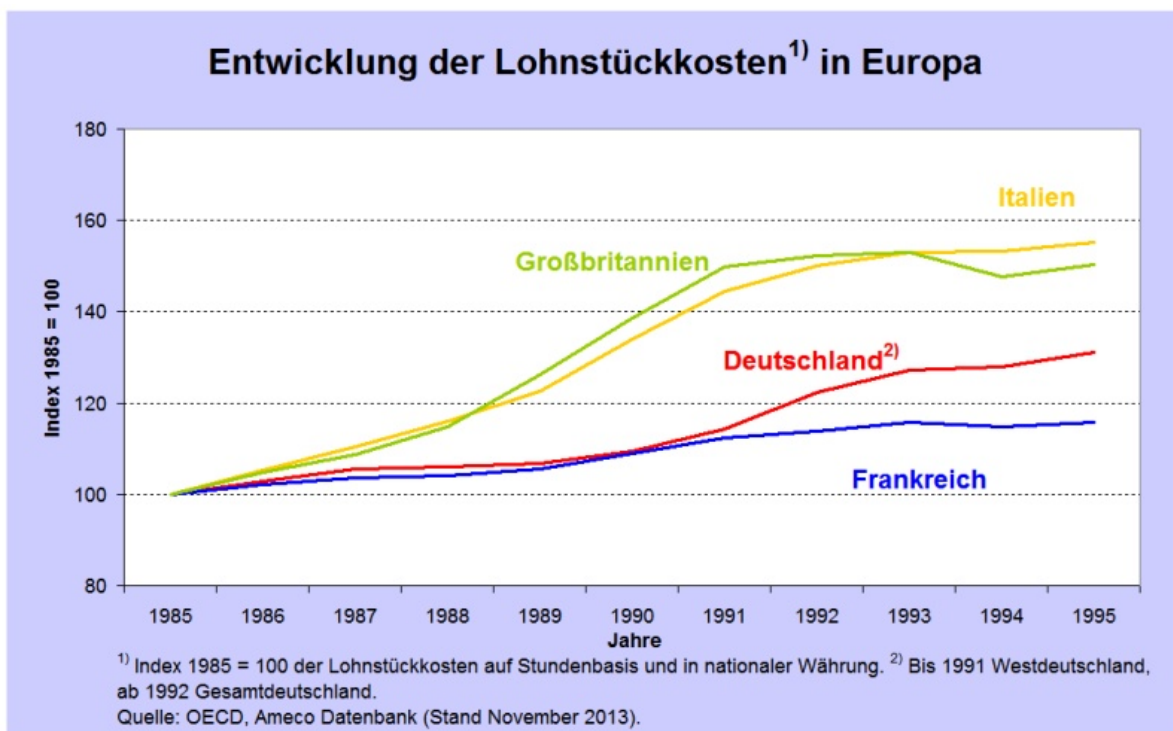
Für den lohngetriebenen Konsumboom musste Großbritannien einen hohen Preis zahlen, weil die beiden großen Handelspartner, Deutschland und Frankreich, eine viel gemäßigte Lohnpolitik betrieben, so dass Großbritannien an internationaler Wettbewerbsfähigkeit einbüßte.

Mit Italien verhielt es sich in mancherlei Hinsicht ähnlich: Seine Inflationsraten waren 12 Jahre lang im zweistelligen Bereich gewesen (in manchen Jahren über 20 Prozent), bis es 1985 erstmals wieder einen Preissteigerungswert knapp unter 10 Prozent zu verzeichnen hatte. Dieser Wert – so erfolgreich die Inflationsbekämpfung aus Sicht der italienischen Geldpolitik auch sein mochte – lag aber immer noch meilenweit entfernt von dem deutschen Inflationsniveau, das Mitte der achtziger Jahre um 2 Prozent schwankte. Italien konnte sich hauptsächlich wegen der Inflationsindexierung in seiner Lohnpolitik nicht ausreichend dem niedrigen deutschen Inflationsniveau nähern, sondern blieb bei Werten über 6 Prozent.

Nur Frankreich nahm die Stabilisierung seines Wechselkurses zur D-Mark wirklich ernst und folgte mit seinen Lohnstückkosten und der Inflation ganz eng dem deutschen Modell. Das heißt, da hatten zwei Länder, Italien und Großbritannien, feste Wechselkurse zur D-Mark vereinbart, die in Sachen Inflation weit aus dem Ruder liefen und auf diese Weise in ganz kurzer Zeit massiv an Wettbewerbsfähigkeit verloren.

Wieder einmal zeigte sich – ganz anders, als es der Monetarismus vorsah –, dass die Inflationsrate eines Landes im Wesentlichen vom Wachstum der Lohnstückkosten abhängt und sich nicht durch den kurzfristigen Zinssatz oder irgendein 'Geldmengen'wachstum so steuern lässt, dass man ohne erhebliche reale Wachstumseinbußen und entsprechende Bremsspuren am Arbeitsmarkt ihr Niveau auf ein gewünschtes Maß senken kann. Anhand von Abbildung 5 lässt sich die Diskrepanz zwischen der britischen und italienischen Entwicklung einerseits und der deutschen und französischen andererseits leicht erkennen. Dass das innerhalb des EWS nicht gut gehen konnte, lag auf der Hand.

Abbildung 5



Die Parallelität des Auseinanderlaufens der Lohnstückkosten innerhalb des EWS im dargestellten Zei-

traum und innerhalb der EWU zwischen 1999 und 2010 ist frappierend. Umso erstaunlicher ist, dass viele Ökonomen die heutigen Spannungen in der EWU statt auf den Lohnstückkosten- und Preiszusammenhang auf die unterschiedliche wirtschaftliche Ausgangsposition der Mitgliedsländer zurückführen, die ihrer Ansicht nach über Kurz oder Lang in eine Krise führen mussten. Die Argumentation geht etwa wie folgt: Länder, deren Kapitalstock pro Kopf so weit auseinander liegt, deren Pro-Kopf-Einkommen folglich eine so unterschiedliche Höhe hat wie etwa zwischen Südeuropa und Deutschland und die sich auch sonst in ihren wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen stark unterscheiden, können auf Dauer keine stabile Währungsunion bilden. Es sei denn, sie sind gleichzeitig in einer Fiskalunion verbunden, mit deren Hilfe derlei Diskrepanzen finanziell ausgeglichen werden können.

Aus dem Scheitern des EWS hätte man lernen können, dass es nicht die Unterschiede im Wohlstand, in den Steuer- und Sozialversicherungssystemen oder in der Höhe der Staatsschulden einzelner Länder sind, die eine gemeinsame Währung oder – Vorstufe dazu – die Fixierung von Wechselkursen scheitern lassen, sondern die Diskrepanzen in der Lohnstückkosten- und damit Preisentwicklung. Denn die Wohlstandsdifferenzen zwischen den vier großen Ländern Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Italien waren in den achtziger Jahren nicht bedeutender, ja eher geringer als die zwischen den heutigen Krisenstaaten der EWU und z.B. Deutschland im vergangenen Jahrzehnt. Trotz dieses größeren Gleichklangs scheiterte die Wechselkursfixierung. Aber um das zu erkennen, muss man die monetaristische Brille absetzen und – vielleicht noch schwerer – die Vorstellung aufgeben, dass das durchschnittliche Lohnniveau eines Landes bzw. seine Entwicklung den "Märkten" überlassen werden kann oder Tarifpartnern, die keine nationale und erst recht keine internationale makroökonomische Verantwortung zu übernehmen bereit oder in der Lage sind.

Zurück zum EWS und den außenwirtschaftlichen Folgen der Inflationsdifferenzen seiner großen Mitglieder. Großbritannien wies 1987 bereits ein Leistungsbilanzdefizit von $1\frac{1}{2}$ Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf, das sich im Folgejahr auf fast 4 Prozent erhöhte – für damalige Verhältnisse ein hoher Wert. Dagegen war Italiens Leistungsbilanz dank kontinuierlicher Abwertungen bis 1987 fast ausgeglichen. Erst ab dem Zeitpunkt, ab dem das Land Abwertungen seiner Währung zu vermeiden versuchte, baute es allmählich ein Leistungsbilanzdefizit auf, das 1992 eine Größenordnung von 2,4 % des BIP erreichte.

Frankreich hatte sich aus seinem Leistungsbilanzdefizit von Anfang der 1980er Jahre (1982 fast 4 Prozent des BIP) auf nur noch knapp -2 Prozent 1987 hochgearbeitet. Es konnte diesen Wert bis 1992 noch auf -0,3 Prozent verbessern, obwohl es nach 1987 seinen Wechselkurs gegenüber der D-Mark kaum änderte. Das war eben dank der mit Deutschland fast gleichlaufenden Lohnstückkosten möglich, die Frankreich genau wie auch Deutschland Handelsvorteile eintrugen: Denn der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit in Großbritannien und Italien musste logischerweise spiegelbildlich Gewinne an Wettbewerbsfähigkeit anderswo mit sich bringen. Das war damals nicht anders als heute, denn Wettbewerbsfähigkeit ist, wie wir schon so oft erklärt haben, ein relatives Konzept. Hätten alle vier Länder ungefähr gleich hohe oder gleich niedrige Lohnstückkostenzuwächse zustande gebracht, wäre es nicht zu den Spannungen im EWS gekommen, die sich dann Anfang der neunziger Jahre entluden.

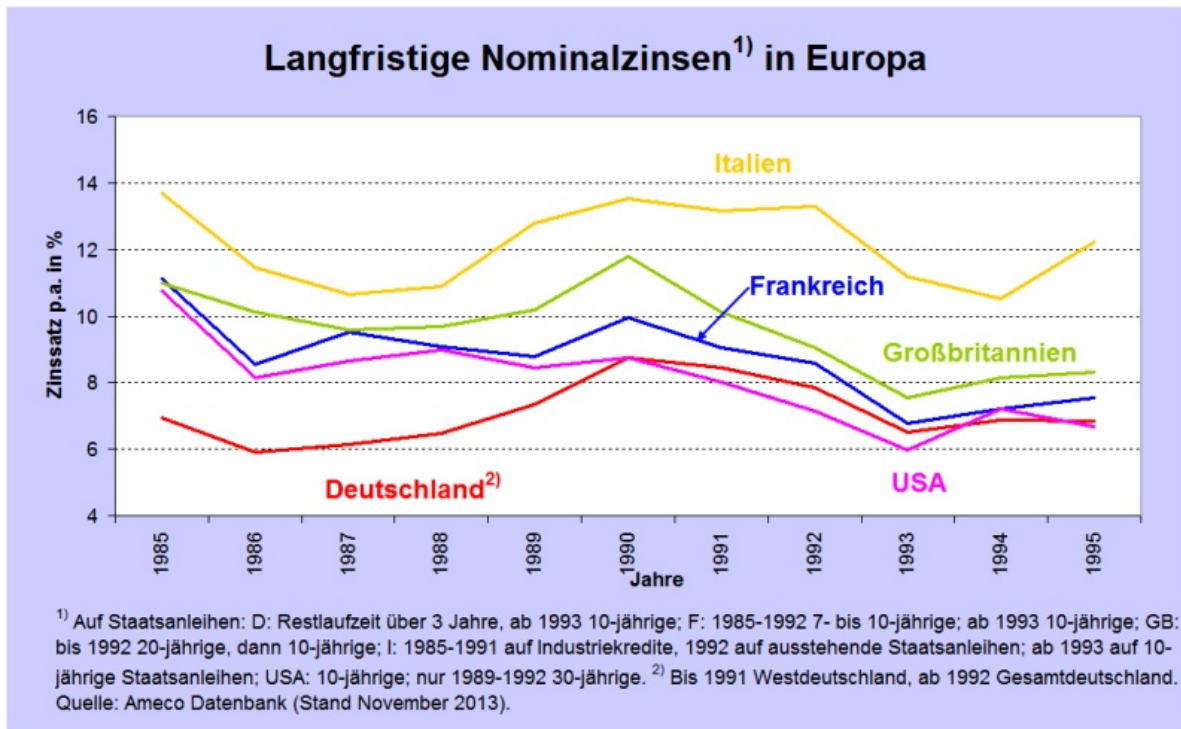
Italien wies von 1987 bis 1992 einen kumulierten Zuwachs der Lohnstückkosten (auf Stundenbasis) von 36 Prozent auf, Großbritannien einen von 40 Prozent, während Deutschland trotz Vereinigungsboom nur knapp 16 Prozent zustande brachte. Frankreich lag mit 10 Prozent sogar noch klar unter Deutschland.

In dieser Konstellation kam es zu einer Rezession in Europa, von der sich Deutschland zunächst weitgehend abkoppeln konnte, weil der Vereinigungsboom einen ungeheuren Nachfrageschub – ausgelöst von defizitfinanzierter staatlicher Hilfe für Ostdeutschland – mit sich brachte. Der Preisschub, den dieser Nachfrageboom in Deutschland kurzfristig auslöste, bewegte die Deutsche Bundesbank zu einer restriktiven Zinspolitik ohne Rücksicht auf Verluste der EWS-Partner. Als diese Geldpolitik die deutsche Konjunktur zu bremsen begann und den drei großen EWS-Partnerländern dadurch den letzten konjunkturellen Export-Notnagel nahm, wurde 1992 zum kritischen Jahr, weil nun die drei großen EWS-Partnerländer händeringend nach einer neuen Perspektive für ihre schwache Wirtschaft suchten.

Italien und Frankreich sahen sich nicht imstande, sich in Sachen Zinsen und Geldpolitik von Deutschland abzukoppeln – zu wichtig schien die Wechselkursstabilisierung. Das führte dazu, dass beide Länder trotz großer Rezessionsgefahr und steigender Arbeitslosigkeit die Zinsen im Verein mit Deutschland noch einmal erhöhten. Großbritannien, dessen Wirtschaft schon 1990 abgekippt war, versuchte sich mit Zinssenkungen und geriet schon deswegen unter Abwertungsverdacht.

Was konnte ein verständiger Beobachter wie George Soros in seiner Eigenschaft als Hedgefonds-Manager in dieser Situation voraussehen? Es war klar, dass die Regierungen der drei Länder eine wirtschaftspolitische Wende brauchten, um zu überleben. Zudem war klar, dass zwei dieser Länder früher oder später eine Abwertung benötigten, um ihre Wettbewerbsfähigkeit wieder herzustellen. Es war auch spätestens im Sommer 1992, als die Deutsche Bundesbank die deutschen Leitzinsen noch einmal an hob, klar, dass von Deutschland keine Rücksicht auf die Partner im EWS genommen würde. Diese Leitzinserhöhung war übrigens sogar aus deutscher Sicht falsch, weil sich eine Rezession anbahnte und die Arbeitslosigkeit auch im Westen Deutschlands schon stieg. Zudem sanken die langfristigen Zinsen weltweit bereits seit einiger Zeit (vgl. Abbildung 6). Doch für die Deutsche Bundesbank zählte nur der Inflationsanstieg im Jahr 1992 (vgl. nochmals Abbildung 4), obwohl auch damals schon klar war, dass es sich um einen einmaligen Effekt aufgrund des Vereinigungsbooms und der ostdeutschen Lohnanpassung handelte.

Abbildung 6



Woher konnte ein positiver Impuls für die drei Länder kommen, wenn nicht von einer Abwertung? Also setzte George Soros viel Geld auf eine Abwertung des britischen Pfundes, der italienischen Lira und des französischen Franc. (Man macht das, indem man sich in diesen Währungen verschuldet. Nach der Abwertung ist die zurückzuzahlende Summe drastisch geschrumpft.) Das war in diesem Fall eine günstige Wette, weil das Gewinnrisiko erheblich größer war als das Verlustrisiko. Denn es stand nicht zu erwarten, dass die Währungen aller drei Länder aufwerten würden und dadurch der Spekulant wirklich Geld verlieren könnte. Und so gewann George Soros zumindest gegen die ersten beiden Länder, während der Franc nur eine größere Bandbreite im EWS bekam, aber nicht abgewertet wurde. Eine Weile wurden die abwertungsverdächtigen Währungen von den betroffenen Notenbanken verteidigt, aber es war klar, dass in keinem Fall genügend Währungsreserven vorhanden waren, um gegen eine große Spekulationswelle wirklich erfolgreich zu sein.

Im September 1992, auf dem Hochpunkt der Krise, kam alles auf das Verhalten der Deutschen Bundesbank an, weil die mit einer einfachen Erklärung, sie werde die Währungen stützen, die Spekulanten vertrieben hätte. Denn gegen die Notenbank, die das Material, mit dem sie interveniert, selbst drucken kann, kann kein Spekulant erfolgreich sein. Hätte die Deutsche Bundesbank frühzeitig ein völlig klares Bild der Lage gehabt, hätte sie von Anfang an, d.h. beim erkennbaren Anwachsen der Lohnstückkostendifferenzen, sagen können, dass sie die italienische Lira und das britische Pfund nur nach einer entsprechenden Abwertung stützen würde. Denn es gab ja fundamentale Gründe für eine Abwertung der beiden Währungen. Dieses Argument galt beim französischen Franc nicht, dessen Wechselkurs hätte sie also von vornherein als verteidigungswert bezeichnen können. Die Abwertung der Lira und des Pfunds hätte man prophylaktisch vornehmen können und die Spekulationswelle wäre nie so eskaliert.

Man sieht an dieser Episode auch, dass die Märkte von allein keine richtigen Werte für die Währungen finden und stattdessen fehlgeleitete Spekulationen stattfinden. Denn anders ist nicht zu erk-

lären, warum es auch Spekulationen gegen den Franc gab, der nicht (mehr) überbewertet war. Insofern hatte die Deutsche Bundesbank in der Krise 1992 selbst zwar die richtige Entscheidung getroffen, aber eben zu spät.

Insgesamt gesehen fehlte es an einer klaren Diagnose. Viele glaubten, man müsse einfach den Spekulanten das Handwerk legen, während die englische Regierung so kurz nach dem Beitritt zum EWS nicht eingestehen wollte, dass etwas fundamental schief gelaufen war (der englische Finanzminister Norman Lamont tat den berühmten Spruch „we will never devalue“ und wurde nach seinem Rücktritt nur noch „we-will-never-devalue-Lamont“ genannt).

So geht es eben, weil die Ökonomen systematisch versagen. Hätte man den Zusammenhang von Lohnstückkosten und Nachhaltigkeit der außenwirtschaftlichen Position zur Kenntnis genommen, hätte man vorhersagen können, dass die Angleichung der Lohnstückkosten zentral für den Erfolg (im Sinne fester Wechselkurse bzw. kleiner Schwankungsbandbreiten) des EWS ist. Dann hätte man auch schon unmittelbar nach 1987 (Italien) oder 1989 (Großbritannien) vorhersagen können, dass es so nicht gut gehen konnte. Man hätte den Spekulanten nicht die Chance geboten, so viel Geld (bei Soros spricht man von einer Milliarde Pfund) zu Lasten des Steuerzahlers zu verdienen.

Das Ende vom Lied war, dass beide Länder, Großbritannien und Italien, stark abwerteten, Frankreich jedoch nicht. Großbritannien verließ das EWS, Italien und Frankreich blieben drin, allerdings mit erheblich erweiterten Schwankungsbandbreiten für ihre Währungen, was nahezu einem Scheitern des EWS gleichkam.

Hätte man diese Erfahrung in den Vorbereitungen auf die Europäische Währungsunion verarbeitet, hätte man in den Vertrag explizit hineinschreiben müssen, dass Divergenzen bei den Lohnstückkosten auf jeden Fall zu vermeiden sind. Hätten sich die Länder einschließlich Deutschlands daran gehalten, hätte es die Eurokrise nie gegeben. Aber der Monetarismus war in den Köpfen der deutschen Zentralbanker noch zu lebendig, als dass sie die Bedeutung der Lohnstückkosten hätten zugeben und damit ihre Ohnmacht eingestehen können, allein, d.h. ohne die Einbindung der Lohnpolitik, eine vernünftige, der wirtschaftlichen Entwicklung und damit dem Arbeitsmarkt dienliche Geldpolitik betreiben zu können.

Über den Autor

Veröffentlicht am: 20.03.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/03/abo-artikel-unser-geldsystem-viii-die-grosse-krise-von-1992-und-was-man-daraus-fuer-den-euro-haette-lernen-koennen/>