

Hans-Helmut Kotz\*

## Die Wiederkehr des Zyklus – und die neue Debatte um die Stabilisierungspolitik

*Die am Finanzmarkt über Jahre geläufige Metapher vom Ende des Zyklus, die als Rechtfertigung für die beispiellosen Aktienkursniveaus Ende der 1990er Jahre herhalten musste, erwies sich als Schimäre. Wie konnte es zu diesen Übertreibungen an den Aktienmärkten kommen? Welche Rolle kommt der Stabilisierungspolitik bei der Krisenbewältigung zu?*

Seit ein paar Monaten trüben sich die wirtschaftlichen Aussichten wieder nachhaltig ein. In ihrem jüngsten Gemeinschaftsgutachten etwa haben die Forschungsinstitute ihre Wachstumserwartungen für das laufende Jahr, relativ zum Frühjahr, erneut deutlich zurückgenommen: Das deutsche Bruttoinlandsprodukt soll nur noch um 0,4% wachsen. Der Tempoverlust rührt vor allem von der Inlandsnachfrage her, und hier insbesondere vom privaten Verbrauch sowie von den Investitionen. Vor zwölf Monaten noch war von einem BIP-Zuwachs von 1,3% ausgegangen worden. Damals wurden die Hoffnungen vor allem auf das zweite Halbjahr dieses Jahres gesetzt – das diese deutlich frustrierte. Nunmehr werden die Aspirationen um vier weitere Quartale in der Zeit nach vorne verschoben. Die für das nächste halbe Jahr vorliegenden Daten stimmen nämlich eher vorsichtig.

Und auch in den USA, der weltwirtschaftlichen économie dominante, verliert der Aufschwung nachhaltig an Tempo. Bislang blieb er zudem deutlich hinter dem zurück, was im Referenzzyklus seit dem Ende des zweiten Weltkrieges üblich war. Das laufende Schlussvierteljahr dürfte im Vorperiodenvergleich nur sehr schwache Zuwächse bringen. Ein zweites Abtauchen der US-Wirtschaft, der so genannte Double dip, gewinnt eine immer höhere Wahrscheinlichkeit. Vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheiten über die weitere Entwicklung des BIP verringerte die amerikanische Notenbank am 6. November d.J. deshalb nochmals ihren Leitzins um 50 Basispunkte auf nunmehr 1,25% – ein seit vier Jahrzehnten nicht mehr gesehenes Niveau. Die Finanzpolitik hält auf beiden Seiten des Budgets ebenfalls kräftig gegen. Im Ergebnis kam es zu einem deutlichen Umschwung im Haushalt des öffentlichen Sektors. Aus einem Einnahmeüberschuss von knapp 2¼% des BIP im Jahre

2000 wurde ein Defizit von wohl 1¼% im laufenden Jahr - mit vermutlich steigender Tendenz.

### Die neue Nüchternheit

Die am Finanzmarkt über Jahre geläufige Metapher vom Ende des Zyklus erwies sich jedenfalls als Schimäre. Das konnte eigentlich nicht überraschen, denn die Erwartung vom endgültigen Ausbleiben der sieben mageren Jahren wurde seit biblischen Zeiten stets enttäuscht. Dennoch war im vergangenen Jahrhundert während dreier Perioden die Rede von den immerwährenden Zeiten der fetten Kühe besonders prominent. Und zwar jeweils im Vorlauf zu Aktienkursgipfeln – jenen Ende der 1920er, zur Mitte der 1960er und erneut am Ende der 1990er Jahre. Mindestens die beiden ersten erwiesen sich als große Übertreibungen, die nur im Wege erheblicher, langwieriger Korrekturprozesse abgebaut wurden. Es ist zudem interessant, dass sowohl am Ende der 1920er ebenso wie zur Mitte der 1960er Jahre im Finanzgewerbe, das stets auch ein wenig „commerce de promesses“ betreibt, die Rede von den neuen Regeln der Wirtschaft beziehungsweise dem Ende der Konjunkturen aufkam – eben jeweils als Rechtfertigungsfigur für Aktienkursniveaus, für die man keine historischen Parallelen fand<sup>1</sup>.

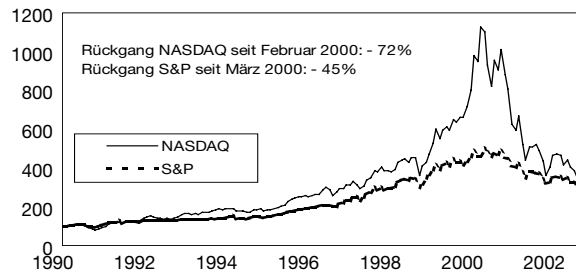
So war etwa während des „Kennedy Marktes“ der 1960er Jahre in einem Artikel der Harvard Business Review von 1967 unter dem Titel „Eintritt in die New Economy“ die Rede davon, dass die Wirtschaft nunmehr in eine dauerhafte, nicht mehr endende Prosperitätsphase eintreten würde. Gleichzeitig wetteten die Marktteilnehmer seit 1966 darauf, dass der Dow Jones Index der führenden Industriewerte unweigerlich die 1000er Marke übertreffen würde. Tatsächlich geschah dies allerdings erst 16 Jahre später. Stellt man die zwischenzeitliche Preisinflation in Rechnung, so übertraf der kaufkraftbereinigte Dow erst 1992 das Niveau, das

*Hans-Helmut Kotz, 45, ist Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank in Frankfurt a. M. Der Autor vertritt hier seine persönliche Auffassung.*

\* Der Beitrag baut auf einem Vortrag in der Macro class von Nouriel Roubini an der New York University am 3. Oktober 2002 auf.

<sup>1</sup> Siehe dazu Robert Shiller: Irrational Exuberance, Princeton 2000, S. 107 ff.

**Abbildung 1**  
**Aktienmarktentwicklung in den USA**  
1990 = 100



Angaben jeweils vom Januar des Jahres.

er bereits ein Vierteljahrhundert zuvor erreicht hatte. Die realen Erträge auf Engagements im amerikanischen Aktienmarkt waren zwischen 1966 und 1982 in Wirklichkeit tatsächlich sogar leicht negativ.

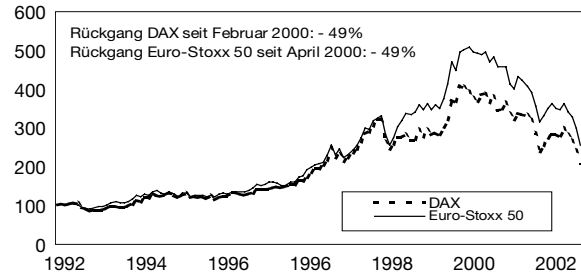
Dass im Vorlauf zum im Frühjahr 2000 einsetzenden Börsencrash auf sehr ähnliche Argumentationsmuster zurückgegriffen wurde, hätte, eingedenk eines skeptischen Urteils von George Stigler, beunruhigen müssen<sup>2</sup>. Insbesondere der Hinweis, die Geschichte sei als Referenzmaßstab für die Kursniveaus belanglos geworden, hätte irritieren können. Aber Stigler führt im gleichen Buch (*The Economist as a Preacher*) etwas später aus, dass die Geschichte zwar lehrreich sei, dass sie es aber mit unaufmerksamen Schülern zu tun habe. Jedenfalls fand die These, die Neue Wirtschaft folgte gänzlich neuen Regeln, eine breite Akzeptanz. Vor allem wohl auch wegen der damit verbundenen Verheißung einer nachhaltig mit deutlich kräftigeren Raten wachsenden Produktivität – und damit eben der Unternehmenserträge, auf die Aktien letztlich einen Anspruch verbriefen.

Seither haben die marktbreiten Indizes – wie etwa der S&P 500 oder der Euro-Stoxx – in etwa die Hälfte ihres Wertes verloren (siehe die Abbildungen 1 und 2). Besonders drastisch waren die Kursrückschläge bei den Anteilsrechten aus dem High-Tech- ebenso wie dem Telekom- und dem Medienbereich, die gut drei Viertel ihrer Marktkapitalisierung aufgeben mussten. Damit fanden die Analysen warnender Skeptiker – vor allem aus akademischen Kreisen, die, weil nicht im Versprechens-Geschäft, sich den Luxus einer gewissen Unverantwortlichkeit leisten können – eine eindrucksvolle Bestätigung.

Auf die Marktübertreibungen wiesen neben Robert Shiller u.a. auch Andrew Smithers und Stephen Wright ebenfalls vor dem Börsenkrach hin. Sie betonten das

<sup>2</sup> George Stigler schrieb 1964: „Die Wirtschaftswissenschaften haben eine nützliche Vergangenheit, eine Vergangenheit, die hilfreich bei der Einschätzung der Zukunft ist“.

**Abbildung 2**  
**Entwicklung der Aktienmärkte in Europa und Deutschland**  
1992 = 100



Angaben jeweils vom Januar des Jahres.

gravierende Missverhältnis zwischen dem an den Börsen gehandelten Marktwert der Unternehmen und den viel niedrigeren Aufwendungen, die zum Neuschaffen eben dieser Unternehmen erforderlich wären. Smithers und Wright argumentierten mithin auf der Basis des von James Tobin Ende der 1960er Jahre eingeführten q-Koeffizienten. Nebenbei: Im materialreichsten Werk zu den immer wiederkehrenden Spekulationsblasen, jenes des großen MIT-Ökonomen Charles Kindleberger, hält dieser bereits im Herbst 1995, im Vorwort zur dritten Auflage, fest, dass ihn „die Technologiewerte verdächtig an eine Blase [erinnerten]“<sup>3</sup>.

Der Verweis auf die Daten-Historie führt jedoch zu ernüchternden Aussichten: Robert Shiller und John Campbell machen in einem Papier, dessen Kernargumente sie bereits Ende 1996 Alan Greenspan, dem Chef der amerikanischen Notenbank, präsentierten, darauf aufmerksam, dass es in der Vergangenheit im Mittel anderthalb Jahrzehnte dauerte, ehe Übertreibungen nach dem Muster jener der zweiten Hälfte der 1990er Jahre korrigiert waren (siehe Abbildung 3).

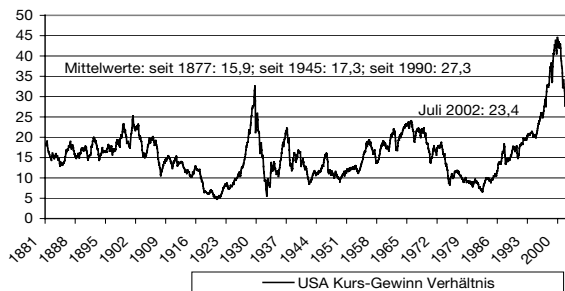
Inzwischen ist jedenfalls eine neue Nüchternheit eingeleitet. Mit ihr ist das Infragestellen einer Reihe von Thesen der New-Economy-Position ebenso wie die Rückkehr zu aus der alten Ökonomie abgeleiteten Einschätzungskriterien verbunden.

### Reale Mäßigung und finanzielle Übertreibung

Es waren, wie erwähnt, vor allem zwei Argumentationsfiguren, die zur Rechtfertigung der Kursniveaus an den Finanzmärkten entstanden. Zunächst jene vom Ende des Zyklus. Und dann das Argument von den

<sup>3</sup> Siehe dazu Robert Shiller, John Campbell: *Valuation Ratios and the Long-run Stock Market Outlook: An Update*, Manuskript, Yale und Harvard 2001. Alan Greenspan sprach übrigens in der tags darauf stattfindenden Anhörung vor dem US-Kongress ebenfalls von einem Aktienmarkt, der möglicherweise durch einen irrationalen Überschwang gekennzeichnet sei. Siehe ebenfalls Andrew Smithers, Stephen Wright: *Valuing Wall Street*, New York 2000; sowie Charles Kindleberger: *Manias, Panics and Crashes*, New York 1996.

**Abbildung 3**  
**Irrationale Übertreibung**



Angaben jeweils vom Januar des Jahres.

Quelle: Siehe dazu Robert Shiller, John Campbell: Valuation Ratios and the Long-run Stock Market Outlook: An Update, Manuskript, Yale und Harvard 2001.

neuen Regeln, denen die Wirtschaft folgte. Zur Plausibilität dieser vor allem am Finanzmarkt gehandelten Thesen trug nicht zuletzt die größere Stabilität der realen Wirtschaft bei.

Im Verlauf der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts hat die Schwankungsintensität der US-Wirtschaft deutlich abgenommen. Vor allem in den beiden letzten Dekaden ist es zu einer Dämpfung der Abweichungen von Ausbringung und Beschäftigung um ihren mittelfristigen Trend gekommen. Dass der Entwicklungspfad stabiler geworden ist, lag, rein arithmetisch betrachtet, insbesondere an der sich verengenden Streuung sowohl des privaten Verbrauchs als auch der Ausgaben für neues Sachkapital. Hinzu kam eine merklich rückläufige Dispersion der Inflationsraten<sup>4</sup>. Wenig beachtet wird überdies, dass dies vor dem Hintergrund einer seit dem Ende des zweiten Weltkrieges deutlichen Zunahme des Grades an nominaler Rigidität geschah, und zwar sowohl bei den Preisen als auch bei den Löhnen<sup>5</sup>.

Gleichzeitig war eine merkliche Verlängerung der Aufschwungphasen festzustellen. Der 1982 – nach einem doppelten Abtauchen – beginnende Aufschwung dauerte 33 Quartale. Und auch die 1991 einsetzende Erholung, die in einen bis zum Frühjahr vergangenen Jahres währenden Aufschwung mündete, erwies sich als äußerst langlebig. Tatsächlich nahm die Standardabweichung, in deren Bandbreite zwei Drittel der Schwankungen stattfinden, für Beschäftigung, Produktion und privaten Verbrauch im Vergleich zu den

1970er und frühen 1980er Jahren um mehr als 60% ab. In einer Reihe neuerer Arbeiten wird deshalb erörtert, ob diese Moderation trendmäßig angelegt ist, oder ob sie eher schlagartig geschah. Interessanterweise zeigen die meisten Datenreihen strukturelle Brüche zur Mitte der 1980er Jahre<sup>6</sup>. Offenkundig wäre aber ein eher abruptes Nachlassen der zyklischen Dynamik weniger beruhigend als ein trendmäßig anhaltendes. Denn dann könnte es ebenso plötzlich zu einer wieder zunehmenden Schwankungsintensität kommen.

### Die Wiederkehr des Zyklus

Das Verschwinden der Outputschwankungen wurde unter anderem mit den anhaltenden Rationalisierungsbemühungen der Unternehmen, dem damit verbundenen stabilen Produktivitätswachstum, den nachhaltigen Verbesserungen bei der Lagerkontrolle, dem gestiegenen Anteil des – weniger konjunkturanfälligen – Dienstleistungssektors und den positiven Wirkungen der immer engeren Integration der Märkte begründet.

Es wäre offensichtlich unzutreffend, diese Phänomene zu bestreiten<sup>7</sup>. So war zum Beispiel die US-Wirtschaft seit dem Ende der 1991er Rezession durch erhebliche Anstrengungen zur Reorganisation der Wertschöpfungsketten, die allesamt auf Kostensenkung zielten, gekennzeichnet. Für dieses sektorübergreifende Handeln wurde damals das Schlagwort vom Downsizing gewählt. Unbestritten war auch der kräftige Zuwachs bei der Produktivitätsentwicklung, der sich ab der Mitte der 1990er Jahre andeutete – im Nachgang zu einem sehr mediokren Vierteljahrhundert mit tiefgreifenden Effizienzproblemen. Darüber hinaus wurde die Rückführung der Lager relativ zu den Umsätzen durch den wirksamen Einsatz neuer Steuerungsprogramme erheblich begünstigt. Das bedeutete zugleich gedämpfte Störimpulse aus dem einzelwirtschaftlichen Puffer, dessen Veränderung auf der Makro-Ebene noch Anfang der 1990er Jahre immerhin die Hälfte der Bewegung der gesamtwirtschaftlichen Ausbringung um ihren Trend zu erklären vermochte. In die gleiche Richtung wirkte – vor allem: aus den gleichen Gründen –, dass das Gewicht der Dienstleister, die ja keine Lager vorhalten, zunahm. Allerdings stieg andererseits die Zyklizität einiger Sektoren des Dienst-

<sup>4</sup> Dies wurde vor allem von Christina Romer dokumentiert; z.B. in Christina Romer: Changes in Business Cycles: Evidence and Explanations, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 13, 1999, Nr. 2, S. 23-44.

<sup>5</sup> Siehe dazu vor allem Bradford DeLong, Lawrence Summers: Is Increased Price Flexibility Stabilizing?, in: American Economic Review, Bd. 76, 1986, Nr. 5, S. 1031-1044; sowie James Tobin: Asset Accumulation and Economic Activity, Chicago 1980, Kapitel 2.

<sup>6</sup> Siehe als Überblickspapier James Stock, Mark Watson: Has the Business Cycle Changed and Why?, National Bureau of Economic Research, Arbeitspapier 9127, September 2002; die These vom trendmäßigen Rückgang vertreten Olivier Blanchard, John Simon: The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility, in: Brookings Papers on Economic Activity, H. 1, 2001, S. 135-174.

<sup>7</sup> Siehe zum Folgenden Viktor Zarnowitz: Theory and History Behind Business Cycles: Are the 1990s the Onset of a Golden Age?, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 13, 1999, Nr. 2, S. 69-90.

leistungsgewerbes – vor allem im unternehmensnahen Bereich.

### Konkurrierende Konjunkturerklärungen

Nachdem es zu erheblichen Korrekturen an den Märkten gekommen ist, sind offenkundig die neuen Thesen erheblich revisionsbedürftig. Von Beginn an war allerdings unklar, weshalb aufgrund von intensivierten Rationalisierungsbemühungen, verbesserter Lagerkontrolle usw. das Makro-Problem der wirtschaftlichen Wechsellagen verschwunden sein sollte. Denn in den Standard-Schulen, die heute um die Erklärung von Konjunkturen konkurrieren, sind diese einzelwirtschaftlichen Argumente einigermaßen belanglos für die Abweichung des Outputs von seinem Trend. Victor Zarnowitz etwa, der große, alte Konjunkturforscher, sieht im Zusammenspiel von Gewinnen, Investitionen und Krediten die ausschlaggebenden Triebkräfte der wirtschaftlichen Wechsellagen. Auf der Seite der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sind es demzufolge vor allem die Investitionen, die für die Outputinstabilität sorgen. Und einkommensseitig kommen die kräftigsten Störimpulse von den stark streuenden Gewinnen und deren Konsequenzen für Innovationen und unternehmerisches Engagement. Für Zarnowitz entstehen die Wechsellagen mithin aus der Wirtschaft selbst, also endogen.

Diejenigen dagegen, die im Wesentlichen von einer durch von außen kommende Schocks geprägten Konjunktorentwicklung ausgehen, versuchten dies insbesondere mit der Entwicklung des den technischen Fortschritt abbildenden Solow-Residuums nachzuvollziehen. So zeigte Charles Plosser 1989, dass in einem Modell, in dem nur technologische Innovationen eine Rolle spielten, ein Zyklus simuliert werden konnte, der einen 87%igen Gleichlauf mit der tatsächlichen US-Konjunktur seit dem Korea-Krieg aufwies. Ein anderer großer Ökonom aus dieser Schule, der Nobelpreisträger Robert Lucas, belegte zwölf Jahre zuvor, dass die Abweichungen des tatsächlichen Output vom Trendoutput zu erheblichen Teilen aus sich selbst heraus erklärt werden konnte, dass diese also eine hohe Trägheit aufwiesen – der Gleichlauf zwischen der Abweichung im laufenden und jener im Vorquartal belief sich auf etwa 90%. Für die Einschätzung der These vom Ende des Zyklus ist wichtig, dass all die Phänomene, die für ein vorgebliches Ende der wirtschaftlichen Wechsellagen sprächen, in den Standardkonjunkturerklärungen eben nicht auftauchen.

Das gilt im Übrigen auch für den modernen Wettbewerber bei der Erklärung von Wirtschaftszyklen, der nicht allein Schocks beim Gesamtangebot, sondern auch bei der Nachfrage berücksichtigt. In diesem

Ansatz, dem so genannten neo-keynesianischen<sup>8</sup>, sind es zögerliche Anpassungen der relativen Preise, also eine individuell rationale Unbeweglichkeit der Preissetzung mit potentiell abträglichen Makrofolgen, sowie, zweitens, Koordinationsversagen, die zu Schwankungen der Produktionsmenge um ihren mittelfristigen Trend führen. Dies sind Drittwirkungen oder Überschwappeffekte, die dieser Position zufolge prima vista öffentliches Gegenhalten – durch Geld- oder Haushaltspolitik – rechtfertigen.

Solche Ergebnisse lassen sich auch in Modellen herleiten, die weitgehend den Prämissenrahmen der Real-Zyklus-Theorien übernehmen. So hat Susanto Basu nachgewiesen, dass sich der Gleichlauf zwischen Solows „Rest“ und der Konjunktur verflüchtigt, sofern man das Solow-Residuum um nachfrageseitige Effekte bereinigt, es also zu einem reinen Technologiesiduum macht. Tatsächlich verläuft dieses dann entgegengesetzt zum Zyklus<sup>9</sup>. Die überzeugendsten Einwände gegen die Real-business-cycle-Thesen stammen aber von Robert Solow selbst. Er zeigt, dass zwei Annahmen genügen, um in diesem Modell Überschwappeffekte, also neokeynesianische Situationen herbeizuführen: Er unterstellt, dass erstens der repräsentative Agent, der für alle Wirtschaftssubjekte steht, nicht ewig lebt, und er führt zweitens Geld in das Modell ein. Geht man, realistischerweise, zudem von der Annahme vollständiger Konkurrenz ab und lässt damit zu, dass Preise nicht vorgegeben, sondern – und zwar je nach wettbewerblicher Verfassung des Marktes unterschiedlich – gesetzt werden, umso robuster werden die Hypothesen vom Koordinationsversagen und von den Mengeneffekten<sup>10</sup>.

### Das Ende der New economy

Die zweite Argumentationsfigur zur Begründung der Aktienkursniveaus handelte von der New economy und der deswegen obsolet gewordenen alten Wirtschaftstheorie<sup>11</sup>: Es ist erneut zutreffend, dass die Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) eine erhebliche Wirkung zeigten – und auch noch zeigen werden. Und zwar überall dort, wo die Verar-

<sup>8</sup> Während eine solche Bezeichnung in der deutschen Öffentlichkeit eine bestimmte politische Konnotation aufweist, ist dies aus einer fachlichen Sicht natürlich problematisch. Zu der Gruppe der Neokeynesianer rechnen in den USA etwa den Republikanern nahestehende Ökonomen wie Gregory Mankiw (Harvard), der gegenwärtige Chef des Sachverständigenrates von Präsident Bush, Glenn Hubbard (ehemals Columbia), oder auch dessen Finanzstaatssekretär John Taylor (ehemals Stanford).

<sup>9</sup> Siehe Susanto Basu: Technology and the Business Cycles: How Well Do Standard Models Explain the Facts, in: Federal Reserve Bank of Boston, Beyond Shocks, Conferences Series, Nr. 42, 1998, S. 207-255.

<sup>10</sup> Siehe dazu Frank Hahn, Robert Solow: A Critical Essay on Modern Macroeconomic Theory, Cambridge 1995

beitung und Übermittlung von Daten eine Rolle spielt. Bei der IKT handelt es sich um eine Querschnittstechnologie, die mithin Wirkungen über nahezu das gesamte Spektrum der Wirtschaftssektoren auslöst. Die in der Informationstechnologie (IT) festzustellende Leistungsexplosion wird unter anderem durch das von Gordon Moore, dem Intel-Mitbegründer, 1965 formulierte Gesetz von der Verdopplung der Leistungsfähigkeit binnen anderthalb Jahren abgebildet. Da zugleich die Nachfrage an den angesprochenen Märkten sehr preiselastisch ist, folgte daraus einmal ein rasanter Preisverfall: rund 40% pro Jahr (!) zwischen Mitte der 1970er und Mitte der 1990er Jahre, der sich seither noch beschleunigte. Es folgte zudem, dass die damit erstellten Allzweckprodukte einen steigenden Anteil an den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben erreichten.

### **Keine dauerhafte Beschleunigung des Produktivitätstempos**

Es folgt aber nicht, dass deshalb die Zuwächse bei der Produktivität – wohlgemerkt: deren Wachstumsraten – auf Dauer ein höheres Niveau erreichen. Es war vor allem Robert Gordon, der dies in sorgfältigen Arbeiten, ein wenig gegen eine sich etablierende Meinung in der Zunft, bestritt. Gordon verwies insbesondere darauf, dass der Produktivitätszuwachs im Unternehmensbereich von (damals ermittelt) 2¾% nicht sehr breit basiert sei – er beträfe im Kern die Computerhersteller selbst. Er machte zudem darauf aufmerksam, dass erhebliche Teile des Produktivitätszuwachses Ausdruck der besonders kräftig – oberhalb ihres mittelfristigen Potentials verlaufenden – US-Wirtschaft seien. Schließlich konzidierte er aber einen Anstieg des Trends gegenüber dem Zeitraum zwischen 1972 und 1995 um immerhin 0,8 Prozentpunkte. Allerdings schrumpfte dieser Trendanstieg, wenn man die Computerhersteller und die Investitionsgüterproduzenten herausrechnet, also die restlichen 90% der Wirtschaft betrachtete, auf gerade noch 0,2 Prozentpunkte. Nach den nachträglichen, das US-Sozialprodukt betreffenden Datenkorrekturen vom August 2002 ist das nüchterne, im Frühjahr 2000 erstellte Kalkül Gordons noch deutlich skeptischer zu sehen.

Wir können wohl leider nicht auf eine dauerhafte Beschleunigung des Produktivitätstempos setzen. Damit aber war auch der New-economy-Rechtfertigung, nach der enorme Gewinnzuwächse als dau-

erhaft unterstellt werden, der ökonomische Boden entzogen. Denn nachhaltig vermag der Ertrag auf das eingesetzte Gesamt-Kapital, die wirtschaftliche Rendite, nur in etwa entlang des Produktivitätsanstiegs zu wachsen. Vor dieser ernüchternden Kulisse erwiesen sich die Erwartungen über die Eigenkapitalverzinsung – den Return on equity (RoE) – im Nachhinein als allzu rosig. Natürlich waren sie es, wenn man die Lesart der alten Ökonomie nicht aufgegeben hatte, schon zuvor. Der Unterschied zwischen der ökonomischen Rendite (Return on capital, RoC) und dem mit den jeweiligen Finanzierungsanteilen gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten (weighted average cost of capital), also genau unser Return on equity (RoE), war während der Blasenphase der Aktienmärkte weit höher als historisch üblich. Genau deshalb hätte besorgt machen müssen, dass die RoE-Ziffer in der Vergangenheit immer wieder zu ihrem Mittelwert zurückkehrte. Dafür gibt es einen zwingenden Grund: Überschussrenditen werden – als vorübergehende Ungleichgewichtsphänomene – mit der Zeit wegkonkurriert. Für eine Weile konnte allerdings der Schein aufrechterhalten werden: durch den Rückkauf eigener Aktien (also Verschuldungsfinanzierung). Tatsächlich wurden seit der Mitte der 1990er Jahre in den USA, über die gesamte Wirtschaft betrachtet, Aktien zurückgekauft: die Nettoemissionen waren negativ.

Obwohl der Return on capital (RoC) – die gesamtwirtschaftlichen Gewinne relativ zum Kapitalstock – rückläufig war, wurde mithin der Verschuldungshebel genutzt, um den Return on equity (RoE) auf luftigen Höhen zu halten. Das erwarteten nicht zuletzt die Pensionsfonds, die Renditen verlangten – die symbolträchtigen 15% –, die dauerhaft einfach unerreichbar bleiben werden. Ein Bestandteil eines Produktes (die Gewinne), kann nicht ewig schneller wachsen als dieses selbst (Bruttoinlandsprodukt). Es gibt dort eine unverrückbare Aufadditions-Beschränkung.

Es war mithin nicht so sehr der Vertrauensschaden aus der durch die amerikanischen Regeln – US-GAAP – durchaus begünstigten allzu kreativen Buchhaltung, der zum Crash führte. Natürlich wirkt dieses gravierende Fehlverhalten erhebliche Probleme für die künftige Setzung von Standards auf. Entscheidend war vielmehr: die Rede von den neuen Gesetzen der Wirtschaft war auch dieses Mal einfach falsch. Tatsächlich konnte man die – in der Regel vorübergehenden – Überschussrenditen aus den spezifischen Merkmalen der betroffenen Produkte beziehungsweise Märkte einfach erklären: Es waren vor allem Größenvorteile und die darin angelegte Möglichkeit, Fixkosten über große Produktionslose zu verteilen, Märkte mit unvollständigem Wettbewerb sowie Verbund- respektive

<sup>11</sup> Es gibt mittlerweile eine sehr umfangreiche Literatur zum Thema; besonders nützlich sind Robert Gordon: Does the New Economy Measure up to the Great Inventions of the Past, in: Journal of Economics Perspectives, Bd. 14, 2000, Nr. 4, S. 49-74; Erik Brynjolfs-son, Lorin Hitt: Beyond Computation: Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance, in: ebenda, S. 23-48; sowie schließlich Carl Shapiro, Hal Varian: Information Rules, Harvard Business School, Harvard 1999.

Netzwerkeffekte, die zu positiven Rückkoppelungen etwa bei der Durchsetzung von Standardsoftware-Programmen führten.

Derartige Überschusserträge aus vorübergehenden Monopolsituationen werden durch Nachahmer bedroht, die von Joseph Schumpeter so bezeichneten Wirte. Es wäre ein Trugschluss der Verallgemeinerung, solche Situationen und die damit verbundenen Ertragsersparungen auf die gesamte Wirtschaft zu übertragen. Mit anderen Worten, die Standard-Mikroökonomie hätte beim analytischen Einsortieren der Entwicklung gute Dienste leisten können.

### **Renaissance der monetären Überinvestitionstheorie**

Kurzum, weder die Rede von den neuen Regeln, noch das Ende der Zyklen war aus der Sicht der konventionellen Ökonomie je verständlich. Vor diesem Hintergrund ist es bemerkenswert, dass eine in Vergessenheit geratene Theorie eine Renaissance erfährt. Nämlich die, die schon im Umfeld des 1929er Crashes dominiert hatte – die so genannte monetäre Überinvestitionstheorie, die von Ökonomen wie Wicksell, Hawtrey, Machlup oder Hayek vertreten wurde<sup>12</sup>. Was die Krisenbewältigung betrifft, so gelingt diese, ganz grob gesprochen, nur durch einen Abbau der Überkapazitäten, also deren Liquidation. Die Handlungsempfehlung ist einfach: Nichtstun.

Herbert Hoover, der US Präsident, der diesem Rat in der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre weitgehend folgte, beklagte sich in seinem Memoiren bitterlich über diese Empfehlungen, die insbesondere von seinem liquidationistischen Finanzminister Mellon kamen<sup>13</sup>. Joseph Schumpeter etwa, ebenfalls ein Liquidationist, schrieb in seinem Business Cycle, dass „jeder Aufschwung, der nur durch eine künstliche Anregung verursacht wird, einen Teil der Arbeit der Depression unvollendet lässt und damit den unbewältigten Überbleibseln der Fehlaufrichtung, neue Fehlanpassungen anfügt“. Die Wahl sei nicht zwischen Depression oder keiner, sondern zwischen einer Depression jetzt oder einer schlimmeren später.

### **Krisen als Reinigungsprozess?**

Das ist eine Sicht, die in den USA jedenfalls nicht mehr geteilt wird. Vielmehr gilt dort die Bezeichnung Hoover Economics als besonders drastische Kritik. Insbesondere Irving Fisher hat der Metapher von der

schädlichen „künstlichen Beatmung“ und dem Bild, dass man „der Natur ihren Lauf lassen“ solle entgegengehalten, dass demzufolge auch der Arzt bei einer Lungenentzündung „die Heilung der Natur überlassen“ sollte<sup>14</sup>.

Es ist ohne Frage richtig, dass Krisen ein reinigendes Element aufweisen. Insolvenzen sind aus ökonomischer Sicht nützliche Gelegenheiten der Reallokation von knappem Kapital. Die entscheidende Frage aber ist, wann aus einer derartigen Reinigung eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale mit zunächst wachsender Abweichung vom Potential und dann einer Verringerung des Potentials selbst führt.

In den USA wird heute in diesem Zusammenhang immer häufiger auf den japanischen Fall hingewiesen. Die Erörterung dieser Drohkulisse wird zur Rechtfertigung für eine pragmatische und vor allem energisch gegensteuernde Politik herangezogen<sup>15</sup>. Insbesondere die US-Geldpolitik (siehe dazu die Abbildungen 4 und 5) ist nur nachvollziehbar, wenn man eine solche Diagnose der Situation unterstellt. Anton Brender hat dies in einem Papier für den französischen Sachverständigenrat umfangreich dokumentiert.

In Europa dagegen hält man derartige Diagnosen dagegen für ungebührliche Dramatisierungen. Die europäische Wirtschaft, zumal die deutsche, bleibt zwar ebenfalls merklich unterhalb ihrer Möglichkeiten. Dies liegt aber, so die Standarddiagnose, in aller erster Linie an strukturellen Problemen.

### **Rigiditäten und die Outputlücke**

Dabei wird vor allem auf die Verfassung des Arbeitsmarktes verwiesen. Selbstverständlich gibt es z.B. am deutschen Arbeitsmarkt Inflexibilitäten und gewiss auch solche, die Beschäftigungshemmnisse darstellen. Diese Rigiditäten liegen allerdings schon lange vor. Sie waren also mit deutlich unterschiedlichen Arbeitslosenraten vereinbar. Von ihrer Beseitigung – bzw. einer Annäherung an das amerikanische Modell – sollte man sich also nicht die Lösung aller Probleme erhoffen<sup>16</sup>. In unserem Zusammenhang ist vor allem bemerkenswert, dass man den Anstieg der Arbeitslosenrate in Deutschland in den vergangenen

<sup>14</sup> Siehe Irving Fisher: The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: *Econometrica*, Bd. 1, 1933, S. 347.

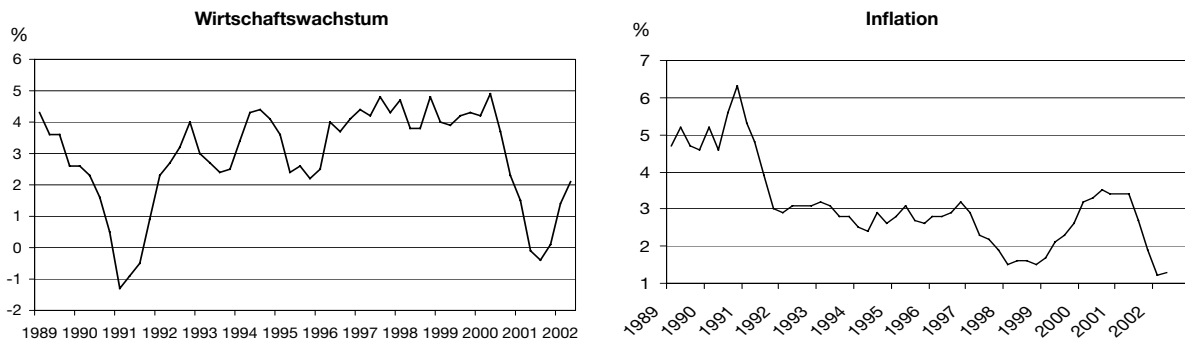
<sup>15</sup> Siehe Alan Ahearne u.a.: Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Nr. 729, Juni 2002.

<sup>16</sup> Die – aus einer europäischen Wahrnehmung erstaunlich – umfangliche und eingriffsintensive Regulierung des US-Arbeitsmarktes wird knapp in Richard Freeman: The US Economic Model at Y2K: Lodestar For Advanced Capitalism, NBER Working Paper 7757, 2000, dargestellt.

<sup>12</sup> Diese vor-keynesianischen Theorien wurden meisterhaft von Gottfried von Haberler dargestellt: Siehe Gottfried von Haberler: Prosperity and Depression, Liga der Nationen, Genf 1937, S. 27-68.

<sup>13</sup> Siehe Bradford DeLong: Liquidation Cycles and the Great Depression, Manuskript, Harvard 1991, S. 6. Diesem Papier entnehme ich auch das folgende Zitat von Joseph Schumpeter.

**Tabelle 4**  
**Wirtschaftswachstum und Inflation in den USA**



beiden Jahren weitgehend mit dem Zurückbleiben der Ausbringung hinter ihrem Potential, also dem Okun-Koeffizienten nachvollziehen kann. Der Einfluss der Rigiditäten auf die Gleichgewichtsarbeitslosigkeit ist mithin nicht so einfach, wie er zumeist behauptet wird<sup>17</sup>. Hinzu kommt, dass eine Reihe dieser Inflexibilitäten endogenen Charakter haben. Sie weisen folglich eine individuell rationale Begründung auf<sup>18</sup>.

Dies gilt auch für andere Rigiditäten – etwa bei der unternehmerischen Preisfindung. In unserer nicht perfekt wettbewerblichen Welt akzeptieren die Unternehmen nicht vom Markt vorgegebene Preise. Sie müssen diese vielmehr setzen. Preise entsprechen folglich nicht den Grenzkosten. Der Preisaufschlag ist dabei umso geringer, je höher die Nachfrageelastizität für das jeweilige Produkt ist. Selbst wenn sich nun Kosten oder Nachfrage ändern, sind an Märkten mit reaktionsverbundenen Anbietern die Unternehmen in der Regel einigermaßen zurückhaltend, sofern es darum geht, Preisanpassungen vorzunehmen. Das ist in den damit verbundenen Signalen für Konkurrenten und Kunden begründet. Rigidität ist mithin ein natürliches Resultat der typischen Umfeldbedingungen unternehmerischen Wirtschaftens.

<sup>17</sup> Siehe dazu Olivier Blanchard: European Unemployment: The Role of Shocks and Institutions, MIT Working paper, 1999; sowie Wolfgang Franz: Arbeitsmarktökonomik, Berlin u.a.O. 1999; sowie Oliver Landmann, Jürgen Jerger: Beschäftigungstheorie, Berlin u.a.O. 1999. Im Standardmodell haben Rigiditäten, was die repräsentative öffentliche Position vermutlich irritiert, keinen eindeutigen Einfluss auf die Arbeitslosenrate. Beschäftigungsschutzgesetze etwa (als implizite Kosten der Arbeit) verändern die Marktbedingungen. Sie verringern die Verweildauer in der Arbeitslosigkeit, gleichzeitig aber auch die Umschlagsraten am Arbeitsmarkt. Der Nettoeffekt auf die Arbeitslosenrate ist unklar.

<sup>18</sup> Für eine gute, international vergleichende Analyse siehe insbesondere Stephen Nickell: Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe vs. North America, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 11, 1997, Nr. 3, S. 55-74. Nickell, der Ko-Autor eines zentralen Buches zur Unterbeschäftigungserklärung ist, verweist auf der Basis sorgfältiger empirischer Arbeiten darauf, dass es „viele sogenannte Rigiditäten gibt, die keine hohe Arbeitslosigkeit verursachen und tatsächlich einem nützlichen Zweck dienen mögen“ (S. 55).

**Die Rolle der Makrodimension**

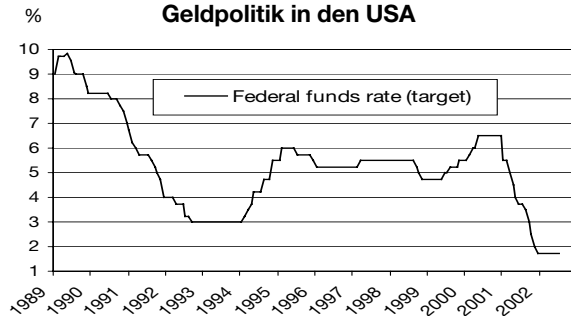
Insofern das Aktivitätsniveau eine Rolle spielt, wäre potentiell auch die Geldpolitik in der Pflicht. Die Euroland-Geldpolitik ist – im Unterschied zu den USA – allerdings ausschließlich dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet – und dies zu Recht. Wenn sich die Europäische Zentralbank auftragsentsprechend verhält, so vermag man ihr dies nicht vorzuwerfen. Angesichts ihrer – gemessen etwa an der Liquiditätsausstattung oder auch an den niedrigen inflationsbereinigten Zinsen – expansiven Grundausrichtung dürfte sie tatsächlich auch kein Hemmnis für das BIP-Wachstum darstellen. Zumal die Investitionsschwäche wohl weniger mit zu hohen Nutzungskosten des Kapitals als fehlenden Absatzaussichten zu tun hat. Allerdings vermag die Geldpolitik, bei mittelfristig gewährleisteter Erreichung ihres Endziels, durchaus auch die anderen Bereiche der Wirtschaftspolitik zu unterstützen.

Für die Stabilisierung des Aktivitätsniveaus kommt deshalb eher die unmittelbar auf die Endnachfrage wirkende Fiskalpolitik in Frage. Deren Wirksamkeit wird in Europa – erneut: im Unterschied zu den USA – allerdings weitgehend angezweifelt. Hier wird ein unabweisbarer Bedarf zur Konsolidierung gesehen. Und als Gewähr für dessen Befriedigung wird der Stabilitäts- und Wachstumspakt genommen. Die Debatte um diesen hat eine eher politische (und bisweilen vor allem symbolische) sowie eine rein ökonomische Dimension.

Wenn man sich allein auf letztere beschränkt, dann ist festzuhalten, dass im Mittelpunkt der Beurteilung

<sup>19</sup> Die gravierendsten analytischen Defizite, die mit einer Orientierung am laufenden Defizit verbunden sind, hat Robert Eisner in einem Aufsatz aufgezeigt. Vgl. Robert Eisner: Sense and Nonsense About Budget Deficits, in: Harvard Business Review, Mai-Juni 1993, S. 99-111. Das beginnt bereits mit der fehlenden Unterscheidung zwischen operativem und Kapitalbudget. In Deutschland kennen wenigstens die kommunalen Haushalte diesen Unterschied (zwischen Verwaltungs- und Vermögenshaushalt).

**Tabelle 5**  
**Geldpolitik in den USA**



der Fiskalpolitik die Rechtfertigung des staatlichen Ressourcenverbrauchs, also die Sinnhaftigkeit der Ausgaben steht – und nicht der etwas arbiträr ermittelte nominale Haushaltssaldo<sup>19</sup>. Dabei ist natürlich unbestritten, dass die öffentlichen Haushalte zahlungsfähig bleiben müssen: Ansonsten wäre ihr eigentlicher Zweck – die Bereitstellung öffentlicher Güter – auf Dauer nicht gewährleistet. Deshalb muss der auf heute bezogene Gegenwartswert aller künftigen Primärüberschüsse (Salden im Nichtzinshaushalt) größer oder gleich dem Wert der ausstehenden Verpflichtungen des öffentlichen Sektors sein. Dementsprechend ist die Aufgabe der Konsolidierungspolitik die Gewährleistung der Durchhaltbarkeit von Haushaltspositionen.

#### Eine pragmatische Annäherung

Bei dieser Fragestellung ist der von konjunkturellen Effekten nicht bereinigte laufende Saldo wenig hilfreich. Eine pragmatische Annäherung an diese Vorgabe, die so genannte goldene Regel, lautet: Bei tragfähiger Schuldenposition (im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, aus dem diese bedient werden muss) sollten im Mittel des Konjunkturzyklus die laufenden (konsumtiven) Ausgaben durch laufende, ordentliche Einnahmen (Steuern, Gebühren) gedeckt sein. Wohlgermerkt: Ein solcher Budgetausgleich wird nicht in jedem Haushaltsjahr, sondern bei einem dem wirtschaftlichen Potential (Potentialwachstum) entsprechenden Aktivitätsniveau verlangt.

Im Trend ist somit allein für investive Ausgaben eine Defizitfinanzierung zulässig<sup>20</sup>. Bleibt die wirtschaftliche Leistung dagegen hinter diesem Potentialpfad zurück, dann ist zur Stabilisierung der Finanzierung öffentlicher Ausgaben eine zusätzliche Schuldaufnahme zulässig. Der tatsächliche Haushaltssaldo dagegen, der allzu sehr im Brennpunkt der Aufmerksamkeit steht, ist

<sup>20</sup> Das ist natürlich eine Position, die bereits von den deutschen Finanzklassikern Albert Schaeffle und Adolph Wagner in den 80er Jahren des 19. Jahrhunderts entwickelt wurde und die dann Eingang in unsere Finanzverfassung fand.

das Ergebnis einer Vielzahl von Entwicklungen, die die Regierungen nicht steuern können. Er ist eine Resultante, eine endogene Größe. Deshalb vermag er kaum valide Steuerungssignale zu liefern. Das Ausrichten am laufenden Saldo droht vielmehr dazu zu führen, dass die automatischen Stabilisatoren abgestellt werden. Am Ende wird der Abschwung verstärkt – und das tatsächliche Defizit steigt. Deshalb, so die Handlungsanweisung der konventionellen Ökonomie, sollte die Regierung konjunkturbedingte Mehrausgaben – etwa wegen höherer Arbeitslosigkeit – ebenso wie Mindereinnahmen – auslastungsbedingt rückläufige Steuereinnahmen – hinnehmen.

#### Die Debatte um den Stabilitätspakt

Unsere Finanzpolitik findet spätestens seit 3½ Jahren unter den Voraussetzungen einer europäisierten Geldpolitik statt. Während dessen hat sich der Reaktionsverbund der beteiligten Volkswirtschaften intensiviert. Dieser gewachsenen Interdependenz wird in Euroland im Wege einer positiven Abstimmung durch die so genannten Grundlinien der Wirtschaftspolitik in Ansätzen Rechnung getragen. Das eindeutige Schwergewicht liegt allerdings auf dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, der mittels Verboten, negativer Koordination also, dafür sorgen soll, dass keine unhaltbaren Verschuldungspositionen aufgebaut werden. Diese würden dann auch zu destabilisierenden Folgen bei der Geldpolitik führen.

Die zentrale Rechtfertigung für den Stabilitätspakt ist also ein Marktversagen. Man traut dem Kapitalmarkt nicht zu, dass er über eine Verteuerung der Kredite für problematischere Schuldner – einen spürbaren Aufschlag auf die marktüblichen Zinsen – diese zur Vernunft bringt. Das ist, wenn man sich die sehr stark streuende Entwicklung der Zinsabstände von Krediten etwa in die aufstrebenden Länder anschaut, wohl eine zutreffende Annahme. Insofern bedarf es fraglos eines robusten Regelwerkes. Genau davon handelt die Debatte über den Pakt. Jenen, die dessen Reform vorschlagen, bekunden deshalb stets, dass es nicht um dessen so genanntes Aufweichen, sondern einen zielführenden Vertrag geht.

Auch wenn man Vorbehalte gegenüber einer solchen Position anbringen mag: Die Debatte um die angemessene institutionelle Verfassung der Finanzpolitik in der europäischen Währungsunion dürfte in nächster Zeit intensiver werden. In der Währungsunion finden solche Erörterungen vor einer europäisierten Kulisse statt. Allein deshalb ist es unabdingbar, sich mit diesen Positionen ernsthaft auseinanderzusetzen<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Siehe Pascal Lamy, Jean Pisaní-Ferry: L'Europe de nos volontés, Les Notes de la Fondation Jean-Jaurès, Nr. 27, Paris 2002, S. 88.